



# Erhvervskreditretlige emner

Lennart Lyngge Andersen (red.)

Center for kreditret og kapitalmarkedsret  
Handelshøjskolen i København  
Kreditretsprojektet 7

Gjellerup

# Erhvervskreditretlige emner

*Red. Lennart Lyng Andersen*

Center for kreditret og kapitalmarkedsret,  
Handelshøjskolen i København  
Kreditretsprojektet 7

Gjellerup

*Erhvervskreditretlige emner*

© 2004 Lennart Lyng Andersen (red.),  
Center for kredit- og kapitalmarkedsret,  
Handelshøjskolen i København og  
G.E.C. Gads Forlag, Aktieselskabet af 1994, København

Alle rettigheder forbeholdes.

Ingen del af denne bog må gengives, lagres i et søgesystem eller transmitteres i nogen form eller med nogen midler grafisk, elektronisk, mekanisk, fotografisk, indspillet på plade eller bånd, overført til databanker eller på anden måde, uden forlagets skriftlige tilladelse.

Enhver kopiering fra denne bog må kun ske efter reglerne i lov om ophavsret af 14. juni 1995 med senere ændringer. Det er tilladt at citere med kildeangivelse i anmeldelser.

Omslag: Lennart Lyng Andersen og Maj-Britt Brænder  
Sats og tryk: BookPartnerMedia A/S, København

ISBN 87-13-04925-9

1.udgave, 1. oplag 2004

Gads Forlag  
Klosterstræde 9  
1157 København K  
Tlf: 33 15 05 58  
Fax: 33 11 08 80  
[www.gjellerup.com](http://www.gjellerup.com)  
e-mail:sekrigads-forlag.dk

# Indholdsfortegnelse

<i>Om denne bog og Kreditretsprojektet 2002-2004</i> . . . . .	7
<b>Kapitel 1.</b> <i>Clearing og afvikling i et retligt perspektiv</i> . . . . .	9
1. Indledning . . . . .	9
1.1 Formål og afgrænsning . . . . .	11
1.2 Systematik . . . . .	14
2. De retlige regler . . . . .	15
3. Beskrivelse af VP-afviklingen og Sumclearingen .	19
3.1. VP-afviklingen . . . . .	19
3.1.1 Aftalegrundlaget . . . . .	19
3.1.2 Sikkerhedsstillelse, likviditet og pengeafvikling i Nationalbanken . . . . .	22
3.1.3 VP-afviklingen i danske kroner . . . . .	26
3.1.3.1 Handel . . . . .	27
3.1.3.2 Match . . . . .	27
3.1.3.3 Clearing . . . . .	28
3.1.3.4 Afvikling . . . . .	29
3.2. Sumclearingen . . . . .	30
3.2.1 Aftalegrundlaget . . . . .	30
3.2.2 Sikkerhedsstillelse, likviditet og pengeafvikling i Nationalbanken . . . . .	32
3.2.3 Sumclearingen i danske kroner . . . . .	33
3.2.3.1 Normalafviklinger . . . . .	35
3.2.3.2 Ekstraafviklinger . . . . .	37
4. VP's link til Euroclear . . . . .	38
5. Hvis en deltager går konkurs . . . . .	42
5.1 Sumclearingen . . . . .	43
5.2 VP-afviklingen . . . . .	45
5.3 Sikkerhedsret . . . . .	47
6. Litteraturliste og hjemmesider . . . . .	49
7. Ordliste . . . . .	50

<b>Kapitel 2.</b>	<i>Nogle betragtninger vedrørende konkurslovens § 70 ..</i>	55
1.	Speditørens panteret.....	56
2.	Løbende Sikkerhedsstillelse .....	61
3.	Den EU-retlige regulering.....	62
4.	Pant i tingsindbegreb .....	66
5.	Sammenfattende betragtninger.....	70
<b>Kapitel 3.</b>	<i>Securitisations i Danmark .....</i>	72
1.	Indledning.....	72
2.	Securitisations – et overblik .....	75
2.1	Definition .....	75
2.2	Struktur .....	77
3.	Erhvervelse af underliggende aktiver – overdragelse af fordringer .....	78
3.1.	Mangler ved fordringerne .....	80
3.1.1.	Retsmangler .....	81
3.1.2.	Faktiske mangler .....	83
3.1.3.	Håndtering af kreditrisiko og andre risici .....	84
3.2.	Sikringsaktens iagttagelse .....	87
3.2.1.	Overdragelse af handelsvirksomhed eller bogføringspligtig erhvervsvirksomhed .....	89
3.2.2.	Overdragelse til eje eller sikkerhed... ..	92
3.2.3.	Anvendelsen af GBL § 31, stk. 3, i securitisations transaktioner .....	93
3.3	Rådighedsberøvelse – inkassofuldmagt .....	93
3.3.1.	Originatoren som administrator .....	93
3.3.2.	Ekstern administrator .....	97
4.	Repræsentation af obligationsejere .....	99
4.1.	Trust instituttet .....	99
4.1.1.	Opgaver og beføjelser .....	101
4.1.2.	Ansvar .....	107
4.2.	Obligationsejernes repræsentant .....	111
4.2.1.	Opgaver og beføjelser .....	113
4.2.2.	Ansvar .....	114
5.	Forholdet til pengeinstitutvirksomhed.....	115
5.1.	Det almindelige virksomhedsbegreb .....	120
5.2.	Virksomhedsbegrebet i relation til Lov om finansiel virksomhed.....	123

5.3	Repackagings og udlånsvirksomhed . . . . .	124
5.4	Svensk ret . . . . .	128
6.	Klassifikation af securitisation produkter . . . . .	132
7.	Investorer . . . . .	138
7.1.	Forsikringsselskaber . . . . .	138
7.2.	Investeringsforeninger . . . . .	142
7.3	Private investorer . . . . .	144
8.	Konklusion . . . . .	146
<b>Kapitel 4.</b>	<b>THE NEGATIVE PLEDGE CLAUSE . . . . .</b>	<b>147</b>
	I. INTRODUCTION . . . . .	147
	II. THE NEGATIVE PLEDGE COVENANT – AN OVERVIEW . . . . .	150
	1. The Purpose of the Clause . . . . .	150
	2. General Structure and Content . . . . .	154
	3. Drafting Structures . . . . .	156
	III. ENFORCEMENT OF THE COVENANT . . . . .	158
	1. Enforcement in Relation to the Borrower . . . . .	158
	2. Enforcement Against a New Lender . . . . .	169
	IV. TORT OF INTERFERENCE WITH CONTACTUAL RELATIONS . . . . .	170
	1. Type of Interference . . . . .	171
	2. Knowledge of the contract and its terms . . . . .	172
	3. Intention . . . . .	177
	4. Causation . . . . .	180
	5. Damages . . . . .	183
	6. Defences . . . . .	183
	V. CONCLUSION . . . . .	185
<b>Kapitel 5.</b>	<b>BIBLIOGRAPHY . . . . .</b>	<b>187</b>
	<i>Stikordsregister . . . . .</i>	<i>191</i>



Lennart Lynge Andersen

## Om denne bog og Kreditretsprojektet 2002-2004

Kreditretsprojektet 2002-2004 udgiver herved den 7. bog i Den Kreditretlige serie. Projektet har to hovedaktiviteter: Der er regelmæssige møder og konferencer, hvor man tager faglige emner op, og der udsendes løbende bøger om den forskning, der foregår i projektets regie. Det udføres inden for rammerne af Center for kreditret og kapitalmarkedsret.

Bestyrelsen for Margot og Thorvald Dreyers Fond har støttet projektet med en 3-årig bevilling med mig som ansvarlig.

De kan i øvrigt læse om projektet og om centret i bind 4 i Den Kreditretlige serie.

Den foreliggende bog fokuserer på erhvervskreditretlige emner, og jeg er glad for, at bogen i lighed med de hidtidige bøger i serien har en forfatterkreds, der forener praktikere og teoretikere. Alle forfatterne er medlemmer af Kreditretsprojektet.

*Niels Christian Andersen*, der er prokurist i Danmarks Nationalbank, skriver om clearing og afvikling i et retligt perspektiv. Artiklen er skrevet, medens forfatteren var gæsteforsker på Center for kreditret og kapitalmarkedsret, og den behandler nogle væsentlige spørgsmål inden for kapitalformidlingen, der ikke har været samlet behandlet før.

*Lasse Højlund Christensen* skriver om behovet for at ændre konkurslovens § 70. Forfatteren beskæftiger sig særligt med løbende sikkerhedsstillelse og inddrager i den forbindelse den EU-retlige regulering i finality- og collateraldirektivet. Han er lektor ved Århus Universitet og har tidligere bidraget til Den Kreditretlige serie.

Advokat *Vibeke Krag* og ph.d.-stipendiat *Andreas Tamasauskas* skriver om en række formueretlige og tilsynsmæssige problemstillinger i forbindelse med gennemførslen af securitisation transaktioner i Danmark. Formålet med artiklen er ud fra en praktisk synsvinkel dels at redegøre for hvilke problemer gennemførslen af denne slags transakti-



oner kan give anledning til, dels hvordan de løses i det praktiske retsliv. Artiklen virker på denne måde tillige som en introduktion til securitisation fænomenet.

Endelig følger en engelsksproget artikel om de såkaldte negative pledge klausuler, der særligt forekommer i større erhvervslån. Artiklen, der er skrevet af *Andreas Tamasauskas*, redegør dels for formål, indhold og retsvirkningerne af sådanne klausuler, dels for kreditors sanktionsmuligheder i tilfælde af misligholdelse. Grundlaget for gennemgangen er engelsk ret og kreditors misligholdelsesbeføjelser vurderes således ligeledes på baggrund af engelsk ret. Da større lånetransaktioner imidlertid ofte indgås på baggrund af engelsk ret vil den tillige være af interesse for danske praktikere, der beskæftiger sig med området.

Også *Andreas Tamasauskas* har tidligere bidraget til serien.

Niels C. Andersen

# Clearing og afvikling i et retligt perspektiv

## 1. Indledning

I denne artikel beskrives de to mest kendte og systemisk vigtige clearing- og afviklingsystemer i Danmark, VP-afviklingen, der er et værdipapirafviklingssystem, og Sumclearingen, der er et betalingssystem, ligesom de retlige implikationer af systemernes opbygning analyseres.<sup>1</sup>

Systemisk risiko defineres typisk som risikoen for, at et finansielt instituts manglende opfyldelse af sine forpligtelser ved forfald medfører, at andre finansielle institutter ikke kan opfylde deres forpligtelser ved forfald. Både betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer med en vis markedsandel målt på værdien og antallet af transaktioner kan skabe afgørende kredit- og likviditetsrisici for deltagerne, hvorfor de betegnes som systemisk vigtige.

Ved clearing forstås opgørelse af forpligtelser og rettigheder forud for en aftalt udveksling af ydelser, og ved afvikling forstås udveksling af ydelser til opfyldelse af parternes forpligtelser.<sup>2</sup>

Ved VP-afviklingen forstås i denne artikel alene clearing og afvikling af værdipapirhandler, idet periodiske kørsler til afvikling af bl.a. renter, udbytter og udtrækninger ikke behandles.

VP-afviklingen drives af Værdipapircentralen A/S, VP.<sup>3</sup> VP's væsentligste opgaver er at forestå elektronisk udstedelse af værdipapirer, at

- 
1. Selv om de to systemer betegnes henholdsvis Sumclearingen og VP-afviklingen, så omfatter begge systemer både clearing og afvikling.
  2. Se også definitionerne i værdipapirhandelsloven § 50, stk. 1 og 2. Værdipapirhandelsloven, lovbekendtgørelse nr. 1269 af 19. december 2003 med senere ændringer, forkortes i det følgende VPHL.
  3. VP har et de facto monopol på udstedelse og opbevaring af fondsaktiver som defineret i VPHL § 59, dvs. omsættelige dematerialiserede værdipapirer, såvel noterede som unoterede, samt afviklingen heraf, ligesom udenlandske værdipapirer kan udstedes og opbevares som fondsaktiver i VP. Se nærmere VP's hjemmeside [www.vp.dk](http://www.vp.dk).

registrere ejerforhold og rettigheder samt at forestå clearing og afvikling af værdipapirhandler.<sup>4</sup> Det er den sidstnævnte funktion, der alene vil blive fokuseret på i denne artikel.

VP-afviklingen er et clearingsystem, hvor der sker nettoafvikling<sup>5</sup> (multilateral netting) på både penge- og værdipapirsiden, dvs. alle betalinger til og fra deltagerne lægges sammen til én betaling pr. deltager pr. kørsel, der afvikles over deltagerens VP-afviklingskonti i Nationalbanken, ligesom nettovirkningen af de godkendte handler op- eller nedskrives med én postering pr. fondskode på de berørte værdipapirkonti i VP.

Sumclearingen varetages af Finansrådet med PBS A/S, PBS,<sup>6</sup> som operatør. I Sumclearingen clears og afvikles beregnede nettostillinger mellem deltagerne på baggrund af den dokumentløse clearing og PBS-clearingen.<sup>7</sup> I den dokumentløse clearing behandles detailtransaktioner i pengeinstitutterne, som involverer konti i andre pengeinstitutter, hvor debettransaktionerne bl.a. er check- og hævekorttransaktioner, mens kredittransaktionerne bl.a. er indbetalingskort. I PBS-clearingen behandles detailtransaktioner, der er sket på baggrund af PBS's produkter, dvs. bl.a. BetalingsService og Dataløn samt Dankorttransaktioner.<sup>8</sup>

Sumclearingen er ligesom VP-afviklingen et clearingsystem, hvor der

- 
4. I 2003 omsattes for nominelt 31.056 mia.kr. obligationer og nominelt 397 mia.kr. aktier i VP fordelt på henholdsvis 1,6 mio. og 4,6 mio. transaktioner. Markedsværdien af omsætningen af henholdsvis obligationerne og aktierne udgjorde 27.973 mia.kr. og 1.420 mia.kr. Der var ultimo 2003 i alt udstedt obligationer for nominelt 2.447 mia.kr. og aktier for 344 mia.kr. med en markedsværdi på henholdsvis 2.569 mia.kr. og 1.034 mia.kr. Se for flere tal VP's hjemmeside [www.vp.dk](http://www.vp.dk).
  5. Det er muligt uden for VP's afviklingsblokke mellem kl. 07.00 og kl. 15.30 at foretage bruttoafvikling, hvor VP først kontrollerer, om sælger har dækning for det indrapporterede salg, hvorefter papirerne reserveres, mens det kontrolleres, om køber har dækning for betalingen af det indrapporterede køb. I positivt fald afvikles handlen ved samtidig registrering på den relevante værdipapirkonto og den relevante pengekonto. Retsvirkningstidspunktet regnes fra transaktionens bindende indrapportering, jf. afsnit 3.1.3. Bruttoafvikling vil ikke blive behandlet nærmere i denne artikel, men vil dog sporadisk blive omtalt i beskrivelserne af VP-afviklingen og Sumclearingen.
  6. Oplysninger om PBS kan findes på PBS's hjemmeside [www.pbs.dk](http://www.pbs.dk).
  7. Sumclearingen omfatter alene den clearing, der varetages af PBS på vegne af Finansrådet, samt den afvikling, der sker i Nationalbanken. Den dokumentløse clearing og PBS-clearingen henregnes ikke hertil.
  8. I henhold til Finansanalyse 13, Pengeinstitutternes åbne infrastruktur, Finansrådet, September 2001 gennemføres over 800 mio. transaktioner i Sumclearingen om året med en omsætning på mere end 4.200 mia.kr. Analysen findes på Finansrådets hjemmeside [www.finansraadet.dk](http://www.finansraadet.dk).

sker nettoafvikling (multilateral netting), dvs. alle betalinger til og fra deltagerne lægges sammen til én betaling pr. deltager pr. kørsel, der afvikles over deltagerens afviklingskonti for Sumclearingen i Nationalbanken.<sup>9</sup>

### 1.1 Formål og afgrænsning

Det er artiklens mål at beskrive, hvordan VP-afviklingen og Sumclearingen fungerer i praksis samt at analysere, hvorledes de retlige regler i VPHL kap. 18 (specielt § 57 og §§ 57c-57e), der finder anvendelse på sådanne systemer, fungerer i forhold til VP-afviklingens og Sumclearingens funktionalitet.

En række nært beslægtede områder vil således ikke blive behandlet i artiklen.

Det drejer sig for det første om VP's registreringsvirksomhed, for hvilken der gælder en udførlig regulering i VPHL's afsnit IV om registrering (§§ 59-82),<sup>10</sup> ligesom den retlige status af registrering af et værdipapir på en VP-konto<sup>11</sup> ikke behandles.

I Danmark har en investor typisk et kontoførende institut, der administrerer investors VP-konto. Det kontoførende institut er som regel et pengeinstitut. Pengeinstituttet er ikke i denne forbindelse en depotbank, og investor har et direkte ejerskab til værdipapirerne registreret på investors VP-konto. En investor har dermed som udgangspunkt ingen konkursrisiko på det kontoførende institut eller VP. Denne struktur, som også er kendt i de andre Skandinaviske lande, er helt særegen.<sup>12</sup>

- 
9. Dette skal ses i modsætning til fx KRONOS, der er Nationalbankens realtidsbruttoafviklingssystem, RTGS-system, for krone- og eurobetalinger. RTGS-systemer giver deltagerne mulighed for at foretage online betalinger fra egne konti til andre deltageres konti. I danske kroner kan bruttobeløb mellem pengeinstitutter i KRONOS overføres mellem kl. 07.00 og kl. 15.30. De enkelte betalinger afvikles øjeblikkeligt og endeligt på kontiene, hvilket principielt eliminerer kreditrisikoen for modtageren.
  10. Se herom bl.a. Peer Schaumburg-Müller, Dansk Børsret, 2. del, Værdipapirhandelsretten, 2003, kapitel 6 samt Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen, Børsretten, 2. udg. 2003, kapitel 4, afsnit 7.
  11. Værdipapirer registreret på en konto som eneste bevis på rettigheder til værdipapirerne omtales ofte elektroniske værdipapirer eller book entry securities. Elektroniske værdipapirer omfatter både værdipapirer, der fra udstedelsen har været papirløse, dematerialiserede, så som udstedelser direkte i VP, og immobiliserede værdipapirer, hvor der fx ligger en fysisk global note deponeret hos en depotbank til grund for efterfølgende elektroniske registreringer af ejerskab til denne global note.
  12. Finansielle investorer i andre lande kan naturligvis ikke leve med evt. alene at have et kontraktretligt krav på en depotbank eller Central Securities Depository, CSD, i

Om muligheden for opbevaring af kunders værdipapirer i samme depot (samledepot) se den særlige regulering i lov om finansiel virksomhed, lovbekendtgørelse nr. 686 af 25. juni 2004, § 72, stk. 3 og 7 (tidligere VPHL § 6, stk. 3 og 4) bl.a. omtalt af Ulrik Rammeskov Bang-Pedersen, Internationale aspekter af insolvens- og tingsretten, 2002, afsnit 6.2.3.

For det andet vil reglerne om virksomhedskrav og tilladelse til værdipapirclearingvirksomhed, jf. kapitel 3 i VPHL (§§ 7-15), samt reglerne om clearingvirksomhed i kapitel 15 (§§ 50-53), tilslutning i kapitel 16 (§ 54) samt risikoafdækning (panteret) i kapitel 17 (§§ 55-56) ikke blive behandlet,<sup>13</sup> bortset fra de konkrete regler om clearing og afvikling, som VP skal fastsætte i henhold til § 52, samt de tilslutningsaftaler, som VP skal indgå med deltagerne om deres rettigheder og forpligtelser i henhold til § 54, stk. 1.

På tilsvarende vis vil reglerne for registrering af et betalingssystem i VPHL § 57a ikke blive behandlet, bortset fra de konkrete regler for Sumclearingen, som Finansrådet skal fastsætte i henhold til § 57a, stk. 2,

---

tilfælde af konkurs, og da de fleste lande har forskellige regimer på dette område, er der nu taget en række initiativer med henblik på harmonisering. UNIDROIT er begyndt arbejdet frem mod en international konvention, og i august 2003 barslede en af UNIDROIT nedsat arbejdsgruppe med sit første holdningspapir med titlen Harmonised Substantive Rules Regarding Indirectly Held Securities. Se nærmere om UNIDROIT og det nye initiativ [www.unidroit.org](http://www.unidroit.org). På EU plan har Giovannini-gruppen i Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, April 2003 foreslået et såkaldt EU Securities Account Certainty project med henblik på udarbejdelsen af en EU retsakt på området. Rapporten er tilgængelig på [www.europa.eu.int/comm/economy\\_finance/giovannini\\_en.htm](http://www.europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini_en.htm). Projektet støttes bl.a. af European Financial Markets Lawyers Group, EFMLG, en gruppe etableret i regi af den Europæiske Centralbank, ECB, se rapporten Harmonisation of the legal framework for rights evidenced by book-entries in respect of certain financial instruments in the European Union, Juni 2003 tilgængelig på [www.efmlg.org](http://www.efmlg.org). Kommissionen har i sin anden kommunikation til Rådet og Parlamentet om clearing og afvikling i EU med titlen Clearing and settlement in the European Union – The way forward, COM (2004) 312 af 28. april 2004, tilkendegivet at ville nedsætte en arbejdsgruppe til gennemførelse af Giovannini-gruppens foreslåede EU Securities Account Certainty project. Kommunikationen er sendt i offentlig høring med frist for kommentarer den 30. juli 2004, hvorefter Kommissionen forventer at tage endelig stilling i løbet af 2005. Kommunikationen er tilgængelig på [www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/mobil/clearing/index.htm](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/clearing/index.htm).

13. Se herom bl.a. Peer Schaumburg-Müller, Dansk Børsret, 2. del, Værdipapirhandelsretten, 1. udg. 2003, kapitel 5 samt Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen, Børsretten, 2. udg. 2003, kapitel 4, afsnit 3 og afsnit 6.

samt de tilslutningsaftaler, som Finansrådet skal indgå med deltagerne om deres rettigheder og forpligtelser ligeledes i henhold til § 57a, stk. 2.

Endvidere vil de særlige regler i VPHL § 57b om omstødelse og realisation af sikkerhedsstillelse overfor Danmarks Nationalbank, clearingcentraler, betalingssystemer eller deltagere i sådanne systemer ikke blive behandlet.<sup>14</sup>

Sidst, men ikke mindst, vil Nationalbankens overvågningsforpligtelse ikke blive behandlet.

Verden over er centralbankerne blevet tillagt rollen med at overvåge betalings- og værdipapirafviklingssystemer med henblik på at bidrage til deres stabilitet og effektivitet.<sup>15</sup> Overvågning adskiller sig fra finansielt tilsyn ved at rette sig mod selve systemet og ikke de juridiske enheder, der indgår i systemet (operatøren, deltagerne mv.). Overvågningen sker typisk i henhold til internationalt anerkendte standarder og anbefalinger. Nationalbanken overvåger VP-afviklingen og Sumclearingen med udgangspunkt i henholdsvis Recommendations for Securities Settlement Systems, November 2001 udgivet af International Organisation of Securities Commissions, IOSCO, og Bank of International Settlements, BIS, og Core Principles for Systemically Important Payment Systems, Januar 2001 udgivet af BIS.<sup>16</sup>

- 
14. Se herom bl.a. Niels C. Andersen og Kirsten Gürtler, Sikkerhedsstillelse i Nationalbanken set i et retligt perspektiv, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 3. kvartal 2003.
  15. I Europa er der for tiden fokus på stabiliteten og effektiviteten af clearing og afvikling af særligt værdipapirer, ikke mindst grænseoverskridende, illustreret ved en række rapporter, hvoraf kan nævnes (1) Giovannini-gruppen, Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, April 2003 og forløberen Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, November 2001, (2) The European System of Central Banks, ESCB, and Committee of European Securities Regulators, CESR, Consultative Report, Standards for Securities Clearing and Settlement Systems in the European Union, Juli 2003, se [www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org) eller [www.ecb.int](http://www.ecb.int), (3) Kommissionens anden kommunikation til Rådet og Parlamentet med titlen Clearing and settlement in the European Union – The way forward, COM (2004) 312 af 28. april 2004, og forløberen Clearing and settlement in the European Union, Main policy issues and future challenges, COM (2002) 257 af 28. maj 2002, samt (4) Clearing og oppgjør i Norden – særlig om forholdet til Giovannini-rapporten av november 2001, Rapport udarbejdet i regi af Nordisk Ministerråd, Januar 2004, se [www.odin.dep.no/fin/norsk/publ/utredninger/andre/index-b-n-a.html](http://www.odin.dep.no/fin/norsk/publ/utredninger/andre/index-b-n-a.html).
  16. Begge standarder kan findes på BIS's hjemmeside, [www.bis.org](http://www.bis.org). Nationalbanken har i forbindelse med sin overvågning af Sumclearingen udarbejdet en rapport Genmængning af Sumclearingen i relation til Core Principles for Systemically Important Payment Systems, Maj 2002, der ligger på Nationalbankens hjemmeside, [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk), under betalingsformidling. Se nærmere om Nationalbankens overvågning artiklen Danmarks Nationalbanks overvågning af betalings- og værdipapir-

Både Sumclearingen samt VP-afviklingen gennemføres i danske kroner og euro,<sup>17</sup> men i det følgende tages alene udgangspunkt i danske kroner, idet principperne for begge valutaer er de samme.

## 1.2 Systematik

Afsnit 2 indeholder en beskrivelse af de relevante retlige regler for clearing og afvikling med udgangspunkt i direktivet om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer, 98/26/EF, der er implementeret i VPHL's kapitel 18 om betalingssystemer, netting mv.

Afsnit 3 indeholder en beskrivelse af VP-afviklingen og Sumclearingen, herunder af aftalegrundlaget samt sikkerhedsstillelse, likviditet og pengeafvikling i Nationalbanken, ligesom VP-afviklingens og Sumclearingens funktionalitet sammenholdes med de retlige regler beskrevet i afsnit 2.

Afsnit 4 fokuserer på VP-afviklingen i forhold til det væsentlige link, som er etableret mellem VP og Euroclear, EOC, i Belgien.<sup>18</sup>

Afsnit 5 fokuserer på konsekvensen i de to systemer, hvis en deltager går konkurs.

Afsnit 6 er en litteraturliste samt oversigt over relevante hjemmesider.

---

afviklingssystemer, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 2. kvartal 2001, der ligger på Nationalbankens hjemmeside under publikationer. Nationalbanken har bl.a. indgået en aftale med Finanstilsynet, der fastlægger rammerne for samarbejdet mellem Nationalbanken og Finanstilsynet i relation til betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer.

17. Afvikling af periodiske betalinger i VP kan udover danske kroner og euro ske i svenske kroner og islandske kroner. De to sidstnævnte valutaer skyldes link til henholdsvis den svenske værdipapircentral, VPC, samt den islandske, VS, idet VP skal distribuere periodiske betalinger til de investorer i VP, der holder svenske eller islandske værdipapirer via linket. Endvidere findes en række udstedelser af svenske værdipapirer direkte registreret i VP og noteret på Københavns Fondsbørs. Linket til Euroclear, EOC, har ikke afstedkommet periodiske kørsler i VP i andre valutaer, idet linket kun er envejs fra VP til EOC. Det betyder, at fondsaktiver registreret i VP elektronisk kan "flyttes" til EOC via EOC's samledepot i VP og dermed opbevares og handles i Belgien, mens det modsatte ikke er tilfældet, jf. afsnit 4.
18. EOC er sammen med Clearstream Luxembourg de eneste to International Central Securities Depositories, ICSDs, i EU. VP har også etableret et link til Clearstream Luxembourg, men det vil ikke blive behandlet i denne artikel. I forhold til en Central Securities Depository, CSD, som VP er en ICSD kendetegnet ved at klare og afvikle internationale værdipapirer eller grænseoverskridende transaktioner i lokale værdipapirer via links til lokale CSDs. Markedsværdien af omsætningen for alle typer værdipapirer i EOC i 2003 var 118,1 trillioner euro. I VP er det tilsvarende tal i underkanten af 30.000 mia.kr. Se [www.euroclear.com](http://www.euroclear.com) for flere oplysninger om EOC.

Afsnit 7 er en ordliste over nogle af de væsentligste begreber anvendt i artiklen.

## 2. De retlige regler<sup>19</sup>

Direktiv 98/26/EF om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer blev vedtaget i maj 1998 efter artikel 100A (nu 95) i EF-traktaten med henblik på at få arrangementer for grænseoverskridende betalinger og værdipapirafvikling i Fællesskabet til at fungere problemløst.<sup>20</sup> For at mindske den systembetingede risiko fokuserer direktivet hovedsageligt på to ting, nemlig at afregningen i sådanne systemer er endelig, og at der kan ske fyldestgørelse i stillet sikkerhed,<sup>21</sup> uanset en deltagers eventuelle insolvens. Endvidere blev der indført en tingsretlig lovvalgsregel for dematerialiserede værdipapirer.

Lovvalgsreglen i direktivets artikel 9.2 gælder alene inden for direktivets anvendelsesområde, men i bemærkningerne til den danske gennemførelseslov, lov nr. 283 af 26. april 2000, anføres, at direktivets lovvalgsregel er en kodificering af gældende dansk ret som beskrevet i den juridiske litteratur, hvorfor der ikke kan sluttes modsætningsvist uden for direktivets anvendelsesområde. Se nu også lovvalgsreglen i direktivet om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, 2002/47/EF, artikel 9, der udvider anvendelsesområdet for lovvalgsreglen til dette direktivets anvendelsesområde.<sup>22</sup> Efter implementeringen af sidstnævnte direktiv ved lov nr. 1171 af 19. december 2003 er det tingsretlige lovvalg pr. 1. januar

- 
19. Som nævnt i afsnit 1.1 vil VPHL § 57a om registrering af betalingssystemer samt VPHL § 57b om sikkerhedsstillelse ikke blive behandlet.
  20. Se nærmere Peter M. Restelli-Nielsen og Ulla Sterkel, Finality-direktivet, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 2. kvartal 1998. Direktivet blev gennemført i dansk ret ved lov nr. 283 af 26. april 2000 med ikrafttræden 1. maj 2000. Se nærmere om den danske implementering Christian Dahl Hesthaven, Netting i et insolvensretligt perspektiv, *Rettid* 2002, Specialeafhandling 6, s. 14ff. Artiklen er tilgængelig på [www.rettid.dk](http://www.rettid.dk).
  21. Sikkerhedsstillelse med henblik på fremskaffelse af afviklingslikviditet er helt normalt og foregår typisk i regi af Nationalbanken. Se afsnit 3.1.2 og afsnit 3.2.2 samt Niels C. Andersen og Kirsten Gürtler, Sikkerhedsstillelse i Nationalbanken set i et retligt perspektiv, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 3. kvartal 2003.
  22. Direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse har hjemmel i EF-traktatens artikel 95. Dets formål er at understøtte effektiv brug af grænseoverskridende sikkerhedsstillelse ved bilaterale mellemværender. Direktivet gælder som minimum for alle finansielle institutioner, herunder centralbanker. Se om den danske implementering bemærkningerne til lovforslag nr. 11 af 8. oktober 2003 om gennemførelse af direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse.



2004 udskilt til et særligt kapital 18b i VPHL, der kun indeholder en bestemmelse, § 58n. Ordlyden og opbygningen af de to direktivbestemmelser afviger noget fra hinanden, men i henhold til præambel 7 i direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse er der ikke tvivl om, at det har været hensigten at angive de samme kriterier for lovvalget, nemlig en præcisering af *lex rei sitae* princippet til det sted, hvor den relevante værdipapirkonto føres. Det kan naturligvis diskuteres, om det er lige til at afgøre, hvor en konto føres, herunder hvad der er afgørende for, hvor en konto menes at befinde sig. Haag-konventionen om lovvalg for visse rettigheder til værdipapirer holdt af en mellemmand, der blev forhandlet færdig 13. december 2002, men som endnu ikke er ratificeret af hverken Danmark eller EU, forsøger mere detaljeret at løse lovvalgsproblemet på globalt plan, og konventionen vil, når den engang træder i kraft, formentlig medføre ændring af lovvalgsreglerne i både direktivet om endelig afregning og direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse, ligesom § 58n vil blive ændret.<sup>23</sup>

Hensynet bag direktivet er således ikke at beskytte deltagerne i systemet, men at beskytte selve systemet mod følgerne af en deltagers insolvens. Dette opnås ved at fastslå, at overførselsordrer og netting<sup>24</sup> har retsvirkning og er bindende for 3. mand, selv i tilfælde af insolvensbehandling<sup>25</sup> mod en deltager, såfremt overførselsordrerne var indgået i systemet inden tidspunktet for insolvensbehandlingens indledning, jf. artikel 3.1.<sup>26</sup> Et konkursbo afskæres således fra at gribe ind i afviklingen ved at gøre indtrædelsesretten, jf. konkurslovens kapitel 7 om gensidigt bebyrdende aftaler, gældende og fx vedgå visse handler, der har vist sig fordelagtige, og fragå de øvrige.

I artikel 3.3 fastslås, at det er det pågældende systems regler, der afgør, hvornår en overførselsordre er indgået i systemet. Som supplement er det i artikel 5 fastslået, at en overførselsordre hverken kan tilbagekaldes

---

23. Se nærmere om konventionen på hjemmesiden for Haag-konferencen, [www.hcch.net](http://www.hcch.net), med reference til konvention nr. 36 samt bemærkningerne til lovforslag nr. 11 af 8. oktober 2003 om gennemførelse af direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse.

24. Direktivet forudsætter, at der er tale om netting mellem deltagere i et system, og som udgangspunkt skal et system have mindst 3 deltagere, jf. direktivets artikel 2.1, litra a), hvorfor direktivet ved brug af begrebet netting forstår multilateral netting.

25. Direktivets definition af insolvensbehandling, jf. artikel 2.1, litra j), er ved den danske implementering blevet fortolket som dækkende konkurs, betalingsstandsning og tvangsakkord.

26. Direktivet beskytter dog ikke mod omstødelse uden for systemet, dvs. at en ellers omstødelig værdipapirhandel eller betaling ikke bliver beskyttet mod omstødelse, blot fordi transaktionen er indgået endeligt i systemet og gennemføres på trods af en deltagers mellemliggende insolvens, jf. direktivets præambel 13.

af en deltager eller en 3. mand<sup>27</sup> efter et bestemt tidspunkt, der er fastsat i systemets regler.

Artikel 6.1 fastslår, at tidspunktet for en insolvensbehandlings begyndelse er det tidspunkt, hvor den kompetente myndighed træffer afgørelse herom.<sup>28</sup>

I direktivets artikel 6.2 og 6.3 er endvidere fastsat en underretningsprocedure, hvorefter et medlemsland skal sikre, at i tilfælde af en insolvensbehandling mod en deltager i et anmeldt system, skal der straks gives meddelelse til de øvrige medlemslande. Disse bestemmelser blev oprindeligt ikke implementeret i dansk ret ud fra en betragtning om, at offentlige myndigheder i Danmark under alle omstændigheder må antages at leve op til en direktivbaseret pligt, men i forbindelse med implementering af direktivet om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse pr. 1. januar 2004 er der nu indsat en konkret bestemmelse i VPHL § 57d, stk. 3, hvorefter skifteretten skal orientere Finanstilsynet, der derefter straks giver meddelelse til de øvrige medlemslande, samt lande, som Fællesskabet har indgået aftale med, bl.a. EØS-landene. Det pudsige ved den nye bestemmelse er, at den alene omfatter deltagere i systemer omfattet af VPHL § 57d, stk. 2, dvs. danske systemer anmeldt til Kommissionen, selv om de øvrige medlemslande må antages at være langt mere interesserede i at vide, om danske deltagere i deres anmeldte systemer er undergivet insolvensbehandling.

Dansk ret har siden 1. januar 1996 i VPHL § 57 haft en bestemmelse om multilateral netting i relation til værdipapirafviklingssystemer og betalingssystemer,<sup>29</sup> hvorefter en aftale om multilateral netting med retsvirkning for boet og kreditorerne kan indeholde en bestemmelse om, at de fordringer, der er anmeldt til systemet, skal slutafregnes eller tilbageføres i deres helhed<sup>30</sup>, såfremt en af parterne erklæres konkurs eller

---

27. Ved 3. mand tænkes fx. på en deltagers konkursbo, hvis en deltager i en transaktion erklæres konkurs inden afviklingen er gennemført.

28. I tilslutning hertil indeholder direktivet i artikel 7 et forbud mod insolvensprocedurer med tilbagevirkende kraft, såkaldte "zero-hour" regler, der ikke kendes fra dansk konkursret, hvorfor der ikke er sket særskilt implementering heraf. Sådanne regler kendtes tidligere fra en række andre medlemslande og medførte, at et konkursdekret fx fik virkning tilbage fra døgnets begyndelse, kl. 00.00, og ikke kun fra afsigelsestidspunktet, således at konkursboet kunne anfægte overførselsordrer afviklet i dette tidsrum.

29. Se nærmere om baggrunden herfor Peter M. Restelli-Nielsen, Nettingbestemmelserne i værdipapirhandelsloven, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, Maj 1996.

30. Formuleringen "tilbageføres i deres helhed" udelukker ikke som fx i VP-afviklingen,

der anmeldes betalingsstandsning eller åbnes tvangsakkord. De eneste betingelser herfor er, at aftalen anmeldes til Finanstilsynet, samt at den indeholder objektive betingelser for, i hvilke tilfælde fordringerne enten opfyldes i overensstemmelse med nettingaftalen eller tilbageføres i deres helhed.<sup>31</sup>

I forbindelse med den danske implementering af direktivet om endelig afregning er der ikke ændret på disse betingelser, idet det til implementering af artikel 3.3 og artikel 5 dog i VPHL § 57c er præciseret, at det af et værdipapirafviklingssystem eller betalingssystemes regler og tilslutningsaftaler skal fremgå, hvornår en overførselsordre er indgået i systemet, samt tidspunktet eller tidspunkterne for, hvornår en overførselsordre, der er indgået i systemet, ikke længere kan tilbagekaldes af en deltager eller af en 3. mand.

Beskyttelsen af overførselsordrer og multilateral netting i direktivet suppleres med en generel lovvalgsregel i artikel 8, der sikrer, at en deltagers konkursbo ikke med henvisning til den ellers gældende *lex concursus* kan hindre gennemførelsen af de aftaler, som den konkursramte deltager har indgået med systemet. Det er i disse tilfælde den lovgivning (konkurslovgivning),<sup>32</sup> som systemet er underlagt, der finder anvendelse.<sup>33</sup> Artikel 8 er implementeret i VPHL § 57e.

Denne kombination af harmonisering med en generel lovvalgsregel er med til at sikre den retlige klarhed på området. Inden for konkursret, som traditionelt hører under den nationale kompetence, har EU ofte valgt alene at løse grænseoverskridende problemer ved indførelse af lovvalgsregler. Som eksempel kan uden for det finansielle område nævnes forordning 1346/2000/EF (konkursforordningen), som i de øvrige EU lande trådte i kraft 31. maj 2002.<sup>34</sup> Forordningen berører i det store hele ikke materiel konkursret, men regulerer hvilket lands konkursret,

---

jf. afsnit 3.1.1 og afsnit 3.1.3.3, at systemet ud fra objektive og på forhånd fastsatte kriterier søger de transaktioner, der kan skabes dækning for, gennemført, mens de resterende transaktioner udskydes til senere afvikling.

31. Loven angiver ikke nærmere indholdsmæssige krav hertil, men det fremgår af bemærkningerne, at det forudsættes, at der er tale om standardaftaler, som det enkelte system udarbejder, og som tiltrædes af deltagerne, hvilket også er tilfældet for både VP-afviklingen og Sumclearingen, jf. henholdsvis afsnit 3.1.1 og 3.2.1.
32. Se også direktivets præambel 17.
33. Det har den store fordel, at et system som udgangspunkt kun skal tilpasse sine procedurer og aftaler til den insolvenslovgivning, der er gældende for systemet.
34. Danmark står udenfor på grund af det retlige forbehold, og EU Kommissionen har afvist en dansk anmodning om en parallelaftale. Justitsministeriet har p.t. ingen planer om en ensidig gennemførelse af konkursforordningen i dansk ret.

som finder anvendelse ved grænseoverskridende insolvensbehandlinger. Inden for det finansielle område er i henhold til indre markeds bestemmelsen i EF-traktatens artikel 47, stk. 2 introduceret to direktiver, direktiv 17/2001/EF om sanering og likvidation af forsikringselskaber samt direktiv 24/2001/EF om sanering og likvidation af kreditinstitutter (winding-up direktiverne), som skal være implementeret i national ret henholdsvis 20. april 2003<sup>35</sup> og 5. maj 2004.<sup>36</sup> Direktiverne regulerer ligesom konkursforordningen aspekter i relation til procedure og lovvalg ved grænseoverskridende insolvensbehandlinger. Hverken konkursforordningen eller winding-up direktiverne indeholder således direkte materiel harmonisering af nationale regler om insolvensbehandling, fx omstødsregler. Det gør derimod direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse, der omvendt ikke indeholder en lovvalgsregel svarende til artikel 8 i direktivet om endelig afregning.

I henhold til artikel 10 skal hvert medlemsland angive samt meddele til Kommissionen, hvilke systemer, der er omfattet af direktivet, idet medlemslandene i deres nationale implementering skal sikre en gensidig anerkendelse af andre medlemslandes anmeldte og dermed beskyttede systemer.<sup>37</sup> Anmeldelsespligten er implementeret i VPHL § 57d, idet Finanstilsynet efter stk. 1 ved bekendtgørelse skal offentliggøre en liste over de i Danmark godkendte systemer,<sup>38</sup> ligesom Finanstilsynet efter stk. 2 skal meddele disse til Kommissionen. Både VP-afviklingen og Sumclearingen er anmeldte systemer.

### 3. Beskrivelse af VP-afviklingen og Sumclearingen

#### 3.1. VP-afviklingen

##### 3.1.1 Aftalegrundlaget

Aftalegrundlaget for VP-afviklingen består dels i bilaterale tilslutningsaftaler mellem deltagerne og VP, dels af en afviklingsaftale mellem VP og Nationalbanken, der fastsætter de nærmere vilkår for pengeafviklingen i Nationalbanken, samt af Nationalbankens dokumentationsgrund-

---

35. Se bekendtgørelse nr. 584 af 25. juni 2003, der trådte i kraft 30. juni 2003.

36. Se bekendtgørelse nr. 674 af 24. juni 2004, der trådte i kraft 27. juni 2004.

37. Den gensidige anerkendelse er i Danmark sket ved VPHL § 57, stk. 2 samt § 57e, 2. pkt., hvorefter aftaler om netting og lovvalgsreglen i direktivets artikel 8 også har retsvirkning henholdsvis gælder for danske deltagere i udenlandske værdipapirafviklingssystemer og betalingssystemer, der er anmeldt til Kommissionen i medfør af direktivets artikel 10.

38. Se senest bekendtgørelse nr. 1157 af 13. december 2002.

lag for pengepolitiske instrumenter og betalingsafvikling i danske kroner, euro, svenske kroner og islandske kroner.<sup>39</sup> De nærmere clearing- og afviklingsregler er samlet i VP's clearingregler,<sup>40</sup> der udgør en integreret del af tilslutningsaftalerne.<sup>41</sup>

I VP-afviklingen findes flere forskellige typer deltagere,<sup>42</sup> idet visse deltagere, typisk pengeinstitutter, har mulighed for at indberette handler både på egne samt kunders vegne. I det følgende tages udgangspunkt i sidstnævnte deltagere. De væsentligste adgangskrav er:

- Deltageren skal enten være værdipapirhandler,<sup>43</sup> clearingcentral,<sup>44</sup> eller en af de to institutioner, Finansstyrelsen eller Nationalbanken, jf. i det hele afgrænsningen i VPHL § 54, stk. 2.
- Deltageren skal være tilsluttet VP's registreringsvirksomhed, jf. VPHL afsnit IV om registrering.<sup>45</sup>
- Deltageren skal, med mindre deltageren ikke selv er betalingsansvarlig,<sup>46</sup> have en foliokonto og en VP-afviklingskonto i Nationalbanken

---

39. I det følgende blot omtalt som Nationalbankens dokumentationsgrundlag. Dokumentationsgrundlaget er tilgængeligt på Nationalbankens hjemmeside [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk).

40. VP's clearingregler er udstedt i henhold til VPHL § 52 og § 54, stk. 4. Den seneste version trådte i kraft den 22. december 2003. Reglerne er i overensstemmelse med VPHL § 83, stk. 6 anmeldt til Fondsrådet.

41. VP's standard tilslutningsaftale samt VP's clearingregler er tilgængelige på VP's hjemmeside [www.vp.dk](http://www.vp.dk).

42. Deltagelse på egne vegne er åben for storkunder, jf. VPHL § 62, stk. 4, udlandscentraler, jf. VPHL § 63, stk. 1, markedsdeltagere fra EU eller lande, med hvilke EU har indgået samarbejdsaftale, under forudsætning af, at de pågældende har hjemlandets tilladelse til at udføre investeringsservice (et såkaldt "europæisk pas") samt markedsdeltagere, der udfører investeringsservice fra andre lande end EU eller lande, med hvilke EU har indgået samarbejdsaftale, under forudsætning af, at de er under offentligt tilsyn.

43. Pengeinstitutter, fondsmæglere, realkreditinstitutter eller investeringsforvaltningselskaber, jf. VPHL § 4.

44. Et aktieselskab, der driver værdipapirclearingvirksomhed, jf. VPHL § 7, stk. 1, litra 5). Ved værdipapirclearingvirksomhed forstås regelmæssig virksomhed, som består i på en clearingdeltagers vegne at gennemføre clearing, afvikling eller clearing og afvikling af transaktioner med værdipapirer, jf. VPHL § 50, stk. 4.

45. Det er således en forudsætning, at deltageren som kontoførende institut kan føre sin egen samt evt. kunders VP-konti og dermed har ret til at foretage indberetning til registrering i VP. Se nærmere om funktionen som kontoførende institut VPHL kapitel 21 (§§ 62-65) og bekendtgørelse nr. 1146 af 15. december 2003 om registrering mv. af fondsaktiver i en værdipapircentral.

46. En deltager kan vælge alene at være afviklingsansvarlig og dermed ikke betalingsansvarlig. I den situation skal deltageren indgå aftale med en deltager, der er beta-

samt være tilsluttet KRONOS.<sup>47</sup> Det lægges i det følgende til grund, at deltageren er betalingsansvarlig.

- Deltageren skal være i stand til at leve op til VP's tekniske krav.

I tilslutningsaftalen indgår en nettingaftale,<sup>48</sup> der gælder for samtlige deltagere. Nettingaftalen har følgende ordlyd: "Værdipapirtransaktioner, der forud for centraldeltagerens konkurs, betalingsstandsning eller tvangsakkord er indrapporteret til VP til afvikling inden for et sædvanligt afviklingsforløb i VP, og som i henhold til denne aftale er bindende for clearingparterne (dvs. ikke ensidigt kan annulleres eller tilbagekaldes), vil blive gennemført i overensstemmelse med VP's clearingregler."

Det er en forudsætning for gennemførelsen, at den pågældende deltager har en trækingsadgang i Nationalbanken, jf. afsnit 3.1.2, samt fondsaktiver på de relevante VP-konti, der mindst svarer til deltagerens nettositioner i afviklingen. Transaktioner med en deltager, der ikke er bindende indrapporteret til afvikling inden den pågældende deltager erklæres konkurs mv., forsøges ikke gennemført.

*Der er således indgået en aftale om netting med alle deltagerne, der lever op til kravene i VPHL § 57, idet der bl.a. er angivet objektive kriterier for, hvornår transaktioner, der er bindende indrapporteret, vil blive gennemført, jf. VP's clearingregler.*

Hvis der ved beholdningskontrollen af henholdsvis penge og fondsaktiver for en deltager konstateres manglende dækning, er der i VP's clearingregler fastlagt nogle såkaldte "fælderegler", hvorefter VP er berettiget til at søge de transaktioner, der kan skabes dækning for, gennemført, mens de resterende transaktioner udskydes til den efterfølgende nettoafviklingsblok.<sup>49</sup>

---

lingsansvarlig og dermed kan fungere som primær betalingsstiller for deltageren. Det betyder i al sin enkelthed blot, at deltageren, der fungerer som primær betalingsstiller, stiller afviklingslikviditet til rådighed for andre deltagere, og denne deltagers pengetræk i Nationalbanken belastet således ikke kun med de betalinger, som deltageren varetager på egne og evt. egne kunders vegne, men også af de betalinger, som deltageren varetager på vegne af andre deltagere.

47. Dette er en konsekvens af, at pengeafviklingen finder sted på konti i Nationalbanken. De nærmere vilkår herfor fremgår af Nationalbankens dokumentationsgrundlag.

48. Aftalen er anmeldt til Finanstilsynet.

49. Som anført i afsnit 2 er dette er ikke i strid med VPHL § 57, selv om VPHL § 57 anvender formuleringen "tilbageføres i deres helhed".

Spørgsmålet om, hvorvidt en deltagers konkursbo har mulighed for at stille penge eller fondsaktiver til rådighed med henblik på helt eller delvist at få gennemført den konkursramte deltagers bindende indrapporterede transaktioner, behandles i afsnit 5.

For udenlandske deltagere kræves dokumentation for handleevne og tegningsberettigelse/fuldmagt efter hjemlandets lovgivning,<sup>50</sup> ligesom der for deltagere med hjemsted i lande, der ikke har implementeret direktivet om endelig afregning,<sup>51</sup> kræves en juridisk udtalelse, som dokumenterer, at VP's regler om clearing og afvikling, herunder om netting og udskydelse af handler, i tilfælde af deltagerens konkurs er gennemførlige overfor deltageren og dennes evt. konkursbo under det pågældende lands retssystem.<sup>52</sup>

VP er ansvarlig overfor deltagerne som følge af forsinkelser eller fejl, der skyldes VP. VP's ansvar er begrænset til afhjælpning, dvs. at foretage levering eller berigtige fejlen, og VP er dermed ikke ansvarlig for indirekte tab, herunder erstatning for beløb, som deltageren evt. har måttet udrede til 3. mand (typisk deltagerens kunder).<sup>53</sup>

Nationalbanken har ligeledes overfor deltagerne begrænset sit ansvar til afhjælpning – de nødvendige registreringer og valideringer – hvis Nationalbanken er årsag til forsinket eller mangelfuld registrering af det fra VP modtagne bogføringsgrundlag i relation til pengeafviklingen.

### **3.1.2 Sikkerhedsstillelse, likviditet og pengeafvikling i Nationalbanken**

En af Nationalbankens vigtige betalingsformidlingsfunktioner er at forestå pengeafviklingen for Sumclearingen og VP-afviklingen.<sup>54</sup> I den for-

---

50. I den internationale selskabsret omtales den stats lovgivning, der anvendes på et selskabs interne retsforhold og i et vist omfang forholdet til 3. mand, selskabsstatuttet. Der er to hovedteorier på området: Inkorporationsteorien og hovedsædeteorien. I Danmark er den altovervejende hovedregel inkorporationsteorien. Se nærmere om international selskabsret fx Peter Arnt Nielsen, *International privat- og procesret*, 1997, kapitel 46 med henvisninger.

51. EØS-landene, Norge, Island og Liechtenstein, implementerer på lige fod med EU-landene alle indre markeds direktiver, herunder direktivet om endelig afregning, i national lovgivning.

52. Sidstnævnte juridiske udtalelse kan indhentes enten generelt for et land eller individuelt for den enkelte deltager.

53. VP er i relation til sin registreringsvirksomhed ansvarlig for fejlregistreringer, der ikke kan berigtiges, i henhold til lovgivningens bestemmelser herom, jf. VPHL kapitel 24 (§§ 77-82a), særligt § 80. Dette ansvar omfatter også hændelige fejl.

54. Både Recommendations for Securities Settlement Systems, November 2001, anbefaling nr. 10 og Core Principles for Systemically Important Payment Systems, Januar

bindelse stiller Nationalbanken likviditet til rådighed inden for dagen, intradag-kredit, mod fuld sikkerhed hovedsageligt i værdipapirer, der er noteret på Københavns Fondbørs og registreret i VP.

Finansielle institutioners konti og sikkerhedsstillelse i Nationalbanken er ud fra en operationel synsvinkel blevet udførligt beskrevet tidligere af Nationalbanken,<sup>55</sup> ligesom sikkerhedsstillelse i Nationalbanken er blevet belyst fra en juridisk vinkel i en særskilt artikel.<sup>56</sup> I denne artikel vil alene de overordnede principper for afviklingskonceptet i Nationalbanken blive beskrevet, idet der i øvrigt henvises til de nævnte artikler.<sup>57</sup>

I store træk anvendes samme overordnede koncept for de systemer, der afvikler over konti i Nationalbanken, jf. figur 1. Deltagerne i Sumclearingen og VP-afviklingen skal inden for fastsatte tidsrammer overføre likviditet fra deres foliokonti<sup>58</sup> til særlige konti, såkaldte afviklingskonti, dedikeret til henholdsvis Sumclearingen og VP-afviklingen. Da foliokontoen er til fri disposition for kontohaverne, er konstruktionen med afviklingskonti nødvendig for at sikre, at Nationalbanken over for systemerne kan indestå for de beløb, som kontohaverne disponerer til clearing og den efterfølgende afvikling.

Nationalbanken meddeler på baggrund af indeståendet på afviklingskontiene deltagerens maksimale trækningsadgang til systemerne, der herefter gennemfører clearingerne under forudsætning af, at likviditeten er tilstrækkelig. Efter clearing modtager Nationalbanken oplysninger om hver deltagers nettoposition, som bogføres på afviklingskontiene. Hovedparten af Sumclearingen og VP-afviklingen gennemføres om natten. Efter nattens afviklinger overføres indeståendet på deltager-

---

2001, princip nr. 6 angiver, at pengeafviklingen bør ske i centralbank penge, dvs. at pengeafviklingen sker i krav på en centralbank, hvilket er tilfældet for både VP-afviklingen og Sumclearingen. Hvis dette ikke er tilfældet, skal systemet tage særlige forholdsregler for at minimere kredit- og likviditetsrisici.

55. Se Finansielle institutioners konti og sikkerhedsstillelse i Nationalbanken, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 4. kvartal 2001 og Pengepolitik i Danmark, 2. udgave, Danmarks Nationalbank, 2003.

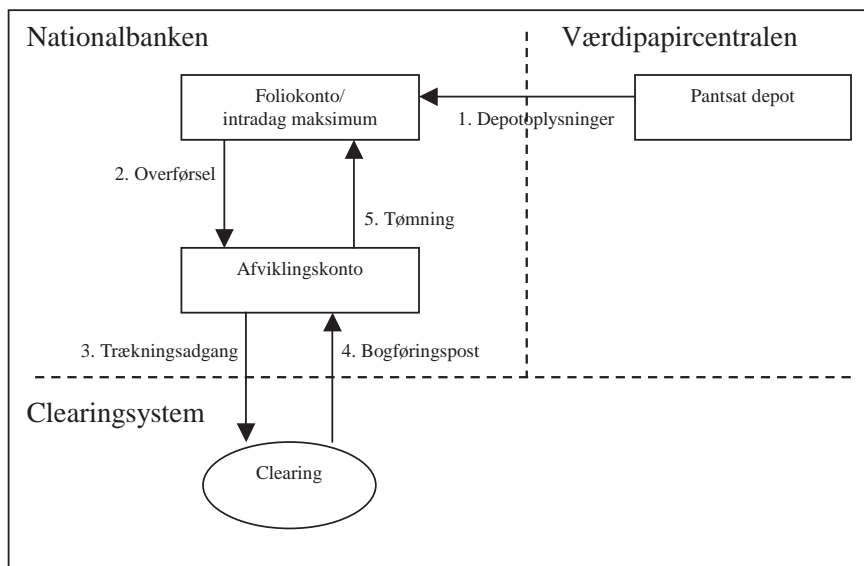
56. Se Niels C. Andersen og Kirsten Gürtler, Sikkerhedsstillelse i Nationalbanken set i et retligt perspektiv, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 3. kvartal 2003.

57. De nærmere vilkår for sikkerhedsstillelse, likviditet og pengeafvikling fremgår af Nationalbankens dokumentationsgrundlag.

58. Foliokontoen er kontohaverens hovedkonto i Nationalbanken, hvor betalinger mellem kontohaverne indbyrdes og mellem kontohaverne og Nationalbanken afvikles.



Figur 1. Afviklingskonceptet i Nationalbanken



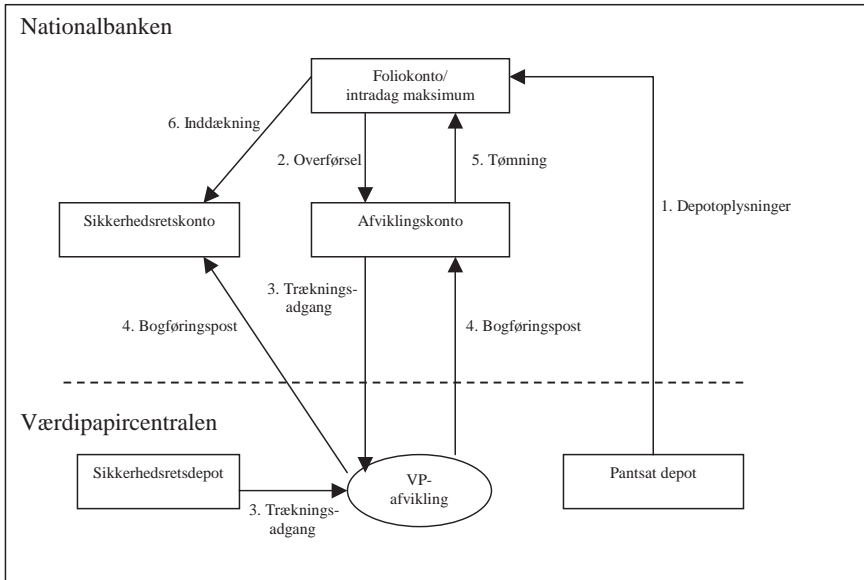
nes afviklingskonti typisk til de respektive foliokonti, så beløbene atter er til fri disposition.<sup>59</sup>

Der er i henhold til VPHL § 55, stk. 1-4 etableret en særlig procedure til sikkerhedsstillelse i forbindelse med afvikling af værdipapirhandler og betalingssystemer; den såkaldte sikkerhedsret. En sikkerhedsretsaf-tale mellem en kontohaver og Nationalbanken giver kontohaveren mulighed for at opnå kredit i Nationalbanken på basis af fondsaktiver på en eller flere udpegede VP-konti, typisk låntagers handelsdepot. Sikkerhedsretten binder ikke bestemte fondsaktiver på VP-kontoen (sikkerhedsretsdepotet) modsat traditionelt pant, og specifikation af fondsaktiverne kræves ikke før en evt. fastholdelse af sikkerheden. For så vidt handelsafviklingen i VP smidiggør sikkerhedsretten afviklingen, idet den gør det muligt for låntager at stille købte fondsaktiver til sikkerhed for betalinger allerede i den afviklingsblok, hvor fondsaktiverne mod-tages. Ved traditionelt pant kan fondsaktiver først bruges som sikkerhed for afviklingskredit i senere afviklingsblokke.

I forbindelse med VP-afviklingen er deltagerens samlede maksimale trækningsadgang summen af indeståendet på afviklingskontoen og træk-

59. Deltagerne har mulighed for via KRONOS at fravælge tømning efter nattens afviklinger. I så fald sker tømningen senest samme dag kl. 15.30.

Figur 2. Afviklingskonceptet i Nationalbanken i relation til handelsafviklingen i VP



ningsadgangen under sikkerhedsretten. Afviklingen gennemføres under forudsætning af, at en deltagers samlede nettotræk kan holdes inden for den samlede trækningsadgang. Til brug for bogføringen af træk under sikkerhedsretten har hver deltager en sikkerhedsretskonto i Nationalbanken. Likviditetsbehov i forbindelse med VP-afviklingen dækkes først ved træk på sikkerhedsretskontoen og derefter ved træk på afviklingskontoen i Nationalbanken, ligesom nettoresultatet fra en afvikling først anvendes til at inddække eventuelle træk under sikkerhedsretten, hvorefter eventuelt overskydende beløb overføres til afviklingskontoen. Træk under sikkerhedsretten skal inddækkes inden kl. 13.30 ved overførsel fra foliokontoen. Afviklingskonceptet i relation til VP's handelsafvikling med sikkerhedsret er skitseret i figur 2.

Det pengepolitiske døgn<sup>60</sup> i danske kroner løber fra kl. 16.00 til den følgende dag, den tekniske valørdag, kl. 15.30. I perioden fra kl. 16.00 til 16.30 samt fra kl. 07.00 næste dag og til det pengepolitiske døgn afslut-

60. Inden for det pengepolitiske døgn har betalinger samme valør.

ning kl. 15.30 kan deltagerne overføre likviditet til deres afviklingskonti.<sup>61</sup>

### 3.1.3 VP-afviklingen i danske kroner

VP's clearing- og afviklingsdøgn, VP-døgnet, løber forskudt i forhold til det pengepolitiske døgn fra kl. 18.00 til den følgende dag, den tekniske valørdag, straks inden kl. 18.00. Pr. afviklingsdøgn gennemfører VP fire nettoafviklingsblokke for værdipapirhandler i danske kroner,<sup>62</sup> der har retsvirkningstidspunkt<sup>63</sup> på følgende klokkeslæt:

Blok 10	Blok 20	Blok 30	Blok 40
Kl. 18.00	Kl. 23.45	Kl. 06.00	Kl. 10.30

De tre første natlige blokke korresponderer med to afviklingsblokke i EOC.<sup>64</sup>

Når Nationalbankens RTGS-system KRONOS er åbent for overførsler i danske kroner (p.t. mellem kl. 07.00 og kl. 15.30) kan deltagerne afvikle enkelthandler i form af bruttoafvikling.

Deltagerne har fra KRONOS' åbningstid kl. 07.00 og frem til kl. 10.00 mulighed for at overføre ekstra likviditet til blok 40. Tidspunkterne for overførsel til en deltagers afviklingskonto (kl. 16.00 - 16.30 og kl. 07.00-15.30) sammenholdt med tidspunkterne for de enkelte afviklingsblokke medfører, at der ikke kan overføres ekstra likviditet mellem blok 10, blok 20 og blok 30. De tre blokke betragtes derfor som et samlet afviklingsforløb, hvor en allerede indberettet trækningssadgang fra Nationalbanken automatisk overgår til næste blok alene korrigeret for deltagerens nettoposition i den forudgående blok.

---

61. Mellem kl. 15.30 og kl. 16.00 kan kontohaverne ikke disponere over deres konti i danske kroner i Nationalbanken.

62. VP har i alt 5 nettoafviklingsblokke. Blok 50 med retsvirkningstidspunkt kl. 13.35 afvikler kun i euro, mens blok 40 alene afvikler i danske kroner. De 3 øvrige blokke afvikler i både danske kroner og euro.

63. En handelstransaktion til afvikling i en nettoafviklingsblok er endeligt og uigenkaldeligt gennemført, når den afviklingsblok, hvori transaktionen er afviklet, er afsluttet. Retsvirkningen indtræder på det for afviklingsblokken fastsatte tidspunkt. Sådanne fastsatte retsvirkningstidspunkter genfindes ikke i relation til Sumclearingen, som er endeligt gennemført, når Nationalbanken har accepteret det modtagne bogføringsgrundlag og bogført nettopositionerne, jf. afsnit 3.2.3.

64. Placeringen af disse tre blokke er således bl.a. sket for at servicere værdipapirlinket mellem VP og EOC, hvor sidstnævnte har et samledepot hos VP. Se afsnit 4 om dette link.

VPHL indeholder særlige definitioner af clearing og afvikling, jf. § 50, stk. 1 og 2. VP opererer i praksis med endnu flere processer som led i udvekslingen af parternes ydelser. Processen kan mere korrekt opdeles i fire led: For det første, handel. For det andet, match, dvs. sikring af, at der skabes overensstemmelse mellem de to handlende parter oplysninger om handlen. For det tredje, clearing, dvs. opgørelse af forpligtelser og rettigheder samt dækningskontrol (penge og fondsaktiver). For det fjerde, afvikling, dvs. udveksling af penge og værdipapirer.

### **3.1.3.1 Handel**

Værdipapirer registreret hos VP er som hovedregel frit omsættelige og kan derfor i princippet handles frit. I praksis handles fondsaktiver i VP på en række forskellige handelsplatforme. Aktier først og fremmest via NOREX samarbejdet,<sup>65</sup> der benytter handelssystemet Saxess, mens obligationer hidtil fortrinsvist har været handlet uformelt i telefonmarkedet. Handel med statsobligationer i det primære marked er dog fra og med 4. november 2003 sket via en MTS platform, der er et handelssystem for statsobligationer.<sup>66</sup>

Første skridt i clearingen af en værdipapirhandel sker ved indrapportering af den pågældende handel til VP i form af en såkaldt foradvisering også kaldet preadvice. Indrapportering af handler indgået på MTS platformen sker automatisk fra MTS systemet, mens en deltager i Saxess kan vælge, om Saxess systemet eller deltageren selv via sit eget system skal indrapportere en indgået handel. Ved handel i telefonmarkedet skal begge parter selv via deres egne systemer indrapportere handlerne til VP.

### **3.1.3.2 Match**

VP kontrollerer efter indrapporteringen, om der er overensstemmelse mellem detaljerne i handlen, såkaldt makkersøgning. I makkersøgningskriterierne indgår, om der er overensstemmelse mellem det aftalte handelsbeløb, valg af afviklingsdag og eventuelt om valg af afviklingsblok.

Parterne har mulighed for at aftale en hvilken som helst afviklingsdag fra handelsdagen, T+0, til T+365. Markedskutyemen er T+3.

---

65. Københavns Fondsbørs er medlem af NOREX sammen med Stockholmsbörsen, Islands Fondsbørs og Oslo Børs. I løbet af 2004 udvides Norex Alliancen med det finske HEX Integrated Markets, HEXIM.

66. Se herom Danmarks Nationalbank, Statens låntagning og gæld 2003, kapitel 9.

Ved positivt makkersøgningsresultat stiller VP uddata herom til rådighed for parterne og eventuelt andre centraldeltagere, der deltager i afviklingen af den pågældende handel. På baggrund heraf kan parterne efterfølgende indrapportere en bekræftelse, også kaldet instruct. En handel er først klar til afvikling, når begge parter i en handelstransaktion har indrapporteret en bekræftelse.<sup>67</sup> Bekræftelsen skal angive en gyldighedsperiode, dvs. den periode, hvor den pågældende handelstransaktion må deltage i afviklingen.<sup>68</sup>

Når begge parter i en handelstransaktion har indsendt bekræftelser med helt eller delvist sammenfaldende gyldighedsperioder, er indrapporteringen endeligt indgået i systemet, og transaktionen kan ikke annulleres eller tilbagekaldes af hverken deltageren eller 3. mand.<sup>69</sup> Transaktionen er dermed klar til afvikling.

*Det afgørende tidspunkt for hvornår en overførelsesordre er endeligt indgået i VP-afviklingen, jf. VPHL § 57c, er således for hver enkel transaktion det tidspunkt, hvor transaktionen i VP's systemer er klar til afvikling. Dette tidspunkt kan for transaktioner, der skal afvikles på samme dag, variere med op til 365 dage, jf. fleksibiliteten ved valg af afviklingsdag.*

### 3.1.3.3 Clearing<sup>70</sup>

I forbindelse med de forskellige afviklingsblokke kontrollerer VP, at sælger har dækning for salget af værdipapirer, værdipapirkontrol, og at køberen har dækning for betalingen af værdipapirerne, pengekontrol. Begge kontroller foretages på nettobasis på baggrund af den indgåede nettingaftale.

Værdipapirkontrollen består i, at VP på nettobasis kontrollerer, om

---

67. Foradvisering (preadvice) og bekræftelse (instruct) kan indrapporteres samlet.

68. Bekræftelserne fra de to parter i en handelstransaktion skal angive helt eller delvist sammenfaldende gyldighedsperioder for at indgå i afviklingen.

69. Ved 3. mand tænkes fx. på en deltagers konkursbo, hvis en deltager i en transaktion erklæres konkurs inden afviklingen er gennemført.

70. Den beskrevne clearingfunktion varetages i mange europæiske værdipapirafviklings-systemer af en separat enhed betegnet central modpart (central counterparty, CCP). En CCP indtræder mellem køber og sælger, hvorved risikoen på modparten erstattes af en risiko på CCP'en, ligesom handlerne ofte anonymiseres. Der skelnes typisk mellem to typer af CCP'ere. Den ene fungerer kun som modpart i selve handlen, mens den anden også påtager sig selve clearing- og afviklingsfunktionen. VPHL § 50, stk. 4 giver eksplicit mulighed for, at en clearingcentral som CCP kan indtræde som part i transaktionerne for at sikre deres gennemførelse. De danske markedsdeltagere har for tiden intet ønske om en sådan facilitet, der også vil medføre øgede omkostninger, nemlig præmien for at påtage sig modpartsrisikoen.

der på den af sælger angivne VP-konto findes værdipapirer i de handlede fondskoder i tilstrækkeligt omfang til at gennemføre de indrapporterede salg. Ved opgørelsen medtages udover den i VP allerede registrerede beholdning af de handlede fondskoder samtlige de i samme afviklingsblok godkendte tilgange af disse fondskoder.

Pengekontrollen består i, at VP på nettobasis kontrollerer, om køber eller købers primære betalingsstiller har dækning for betalingen af de af køber indrapporterede køb af værdipapirer. Ved opgørelsen modregnes betalinger for køberens godkendte salg af værdipapirer i samme afviklingsblok. Nettopositionen kontrolleres i forhold til det for køberen enten meddelte trækningsmaksima fra Nationalbanken eller beløb stillet til rådighed for køberen af den primære betalingsstiller i den pågældende afviklingsblok. Hertil kommer en evt. trækningsadgang under sikkerhedsretten.

Hvis der ved beholdningskontrollen af henholdsvis penge og fondsaktiver for en deltager konstateres manglende dækning, er der i VP's clearingregler fastlagt nogle såkaldte "fælderregler", hvorefter VP er berettiget til at søge de transaktioner, der kan skabes dækning for, gennemført, mens de resterende transaktioner udskydes til den efterfølgende nettoafviklingsblok. VP forsøger herved at gennemføre den størst mulige del af den samlede afvikling, der er anmeldt til den pågældende afviklingsblok, ud fra objektive og på forhånd fastsatte kriterier.

Udskudte handler vil blive forsøgt afviklet i den førstkommende afviklingsblok. Såfremt deltagerne ved deres indrapporteringer har givet mulighed herfor, vil udskudte handler blive forsøgt afviklet i op til fem efterfølgende afviklingsdage.

#### **3.1.3.4 Afvikling**

Ved afslutningen af en afviklingsblok giver VP meddelelse til Nationalbanken om deltagerens nettopositioner på pengesiden (bogføringsgrundlag). Nationalbanken foretager sin egen dækningskontrol, hvorefter der kvitteres overfor VP. Herefter indestår Nationalbanken for, at registrere nettopositionerne på deltagerne konti i Nationalbanken. Nationalbanken bogfører således betalingerne på deltagerens afviklingskonti og evt. sikkerhedsretskonti, og VP bogfører handlerne på de berørte VP-konti. Herefter er afviklingen endelig, og registreringernes retsvirkning indtræder samtidig for samtlige handler og betragtes som gennemført på de i afsnit 3.1.3 nævnte retsvirkningstidspunkter for de enkelte blokke.

## 3.2. Sumclearingen

### 3.2.1 Aftalegrundlaget<sup>71</sup>

Aftalegrundlaget for Sumclearingen består dels i bilaterale tilslutningsaftaler mellem deltagerne og Finansrådet, dels af en afviklingsaftale mellem Finansrådet og Nationalbanken, der fastsætter de nærmere vilkår for pengeafviklingen i Nationalbanken, samt af Nationalbankens dokumentationsgrundlag.<sup>72</sup> De nærmere clearing- og afviklingsregler er anført i den af Finansrådet udgivne Håndbog for Betalingsformidling, som der henvises til i tilslutningsaftalen.<sup>73</sup>

Der gælder en række adgangskrav som deltager<sup>74</sup> i Sumclearingen. De væsentligste adgangskrav er:

- Deltageren skal være et dansk eller udenlandsk pengeinstitut, hvor sidstnævnte, enten via en filial eller via grænseoverskridende virksomhed, driver virksomhed i Danmark og er underlagt tilsyn, enten i Danmark eller af anerkendt hjemlandstilsyn.<sup>75</sup>
- Deltageren skal deltage i den dokumentløse clearing, PBS-clearingen eller i begge dele.<sup>76</sup>
- Deltageren skal have en foliokonto og en sumclearingkonto i Nationalbanken samt være tilsluttet KRONOS.<sup>77</sup>
- Deltageren skal opfylde de til enhver tid af Finansrådet fastsatte tekniske og administrative krav.

---

71. Se VPHL § 57a, stk. 2 om kravene til aftalegrundlaget, hvis betalingsystemet som Sumclearingen skal registreres i henhold til VPHL § 57a, stk. 1.

72. Dokumentationsgrundlaget er tilgængeligt på Nationalbankens hjemmeside, [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk).

73. Finansrådets standard tilslutningsaftale samt Håndbog for Betalingsformidling er ikke direkte offentligt tilgængelige, men kan rekvireres ved henvendelse til Finansrådet. Dokumenterne beskrives dog i en række offentligt tilgængelige rapporter bl.a. Nationalbankens overvågningsrapport Gennemgang af Sumclearingen i relation til Core Principles for Systemically Important Payment Systems, Maj 2002, der ligger på Nationalbankens hjemmeside, [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk), under betalingsformidling samt Finansanalyse 13, Pengeinstitutternes åbne infrastruktur, Finansrådet, September 2001, der ligger på Finansrådets hjemmeside, [www.finansraadet.dk](http://www.finansraadet.dk).

74. Det er muligt at være indirekte deltager i Sumclearingen via en direkte deltager.

75. Dette er en let simplificering af de konkrete krav.

76. De nærmere vilkår herfor behandles ikke i denne artikel.

77. Dette er en konsekvens af, at pengeafviklingen finder sted på konti i Nationalbanken. De nærmere vilkår herfor fremgår af Nationalbankens dokumentationsgrundlag.

Hver deltager fastsætter en beløbsgrænse for de enkelte betalingstransaktioner, der foranlediget af den dokumentløse clearing kan debiteres deltageren i Sumclearingen. Hvis en betalingstransaktion overstiger beløbsgrænsen, indgår den ikke i Sumclearingen, men skal afvikles manuelt via KRONOS uden for systemet.<sup>78</sup> Formålet er at begrænse risikoen for, at en deltager bliver udsat for uventet store træk i Sumclearingen primært på grund af fejl forårsaget af en anden deltager.

I tilslutningsaftalen indgår en nettingaftale,<sup>79</sup> der gælder for samtlige deltagere, hvorefter de opgjorte nettopositioner slutafregnes på deltagerens konti i Nationalbanken, uanset om en deltager før slutafregning, men efter meddelelsen af sumtal til PBS's sumclearingsystem, jf. afsnit 3.2.3, er blevet erklæret konkurs, har anmeldt betalingsstandsning eller har åbnet akkordforhandlinger. Det er en forudsætning for gennemførelsen, at den pågældende deltager har en trækningsadgang i Nationalbanken, der mindst svarer til deltagerens nettotræk, jf. afsnit 3.2.2. Sumtal med en deltager, som meddeles til PBS's sumclearingsystem efter den pågældende deltager er erklæret konkurs mv., slutafregnes ikke, men tilbageføres i deres helhed.

*Der er således indgået en aftale om netting med alle deltagerne, der lever op til kravene i VPHL § 57, idet der bl.a. er angivet objektive kriterier for, hvornår anmeldte fordringer slutafregnes, og hvornår de af deltageren anmeldte fordringer tilbageføres i deres helhed.*

Hvis det, når de opgjorte nettopositioner sammenholdes med de enkelte deltagers trækningsadgange forud for pengeafviklingen i Nationalbanken konstateres, at en deltagers trækningsadgang er mindre end det nettotræk, der skal foretages på deltagerens konto, tilbageføres samtlige sumtal med den pågældende deltager i sin helhed, idet Sumclearingen herefter gennemføres uden disse sumtal.

I henhold til tilslutningsaftalen hindrer ovennævnte ikke en særskilt aftale om en ekstraordinær betalingsafvikling med en deltagers konkursbo, eller at pengeafviklingen gentages med den pågældende deltager, hvis den nødvendige trækningsadgang tilvejebringes.<sup>80</sup>

Ved udenlandske deltagere kan Finansrådet, udover dokumentation

---

78. Der er fastsat en konkret procedure for sådanne betalingers manuelle gennemførelse.

79. Aftalen er anmeldt til Finanstilsynet.

80. Se afsnit 5 om kurators handlemuligheder og konsekvenserne heraf.



for handleevne og tegningsberettigelse/fuldmagt efter hjemlandets lovgivning, ved indgåelse af en tilslutningsaftale anmode om dokumentation for, at nettingbestemmelsen er virksom i forhold til den udenlandske deltagers eventuelle konkursbo og kreditorer.<sup>81</sup>

Finansrådet er ansvarlig overfor deltagerne som følge af fejl og forsinkelser i forbindelse med Sumclearingen. Ansvarret er dog begrænset til det krav, som Finansrådet kan gennemføre mod henholdsvis PBS og Nationalbanken. PBS har begrænset sit ansvar til direkte tab og med en beløbsgrænse på 10 mio.kr. pr. erstatningspådragende hændelse, mens Nationalbanken har begrænset sit ansvar til at omfatte afhjælpning - de nødvendige registreringer og valideringer - hvis Nationalbanken er årsag til forsinket eller mangelfuld registrering af det fra Finansrådet/PBS modtagne bogføringsgrundlag.

### **3.2.2 Sikkerhedsstillelse, likviditet og pengeafvikling i Nationalbanken**

For at deltage i Sumclearingen skal deltageren have en foliokonto og sumclearingkonto i Nationalbanken samt være tilsluttet KRONOS, jf. afsnit 3.2.1.

Nationalbankens funktion med at stille likviditet til rådighed inden for dagen, intradag-kredit, mod sikkerhed samt forestå pengeafviklingen er beskrevet i afsnit 3.1.2 i forbindelse med VP-afviklingen. Konceptet er altovervejende ens for Sumclearingen, og der henvises derfor til afsnit 3.1.2.

Der er dog en forskel ved brug af sikkerhedsret i henhold til VPHL § 55, stk. 1-4. Sumclearingen og registreringen af pant i VP under sikkerhedsretten foregår i forskellige systemer, hvorfor en deltager i Sumclearingen har fuld rådighed over sin værdipapirbeholdning i VP, når Sumclearingen kører.<sup>82</sup> Det indebærer, at etablering af lån og registrering af pant ikke kan ske simultant med Sumclearingens gennemførelse, men skal ske forud herfor.<sup>83</sup> Den praktiske model til implementering af sikkerhedsretten i forbindelse med betalingsafvikling indebærer derfor,

---

81. Forudsat en korrekt implementering af direktivet om endelig afregning i EU- og EØS-landene vil det fortrinsvis være relevant for udenlandske deltagere inkorporeret uden for EU og EØS.

82. I handelsafviklingen i VP er deltagerens VP-konti spærrede, når afviklingen kører, for at sikre at nettovirkningen pr. fondskode af de gennemførte handler kan registreres på de berørte VP-konti, uden at der i mellemtiden er sket ændringer heri.

83. Det samme er tilfældet med VP's periodiske kørsler til afvikling af bl.a. renter, udbytter og udtrækninger, der alene er udtryk for betalingsafvikling.

at deltagerne har mulighed for nogen tid forud for en afviklings gennemførelse at opnå lån mod registrering af pant under sikkerhedsretten.

I Sumclearingen kender låntager ikke det eksakte lånebehov, før afviklingen er gennemført. I praksis må der derfor ydes lån og etableres pant under sikkerhedsretten på basis af et forventet lånebehov. Lånet debiteres instituttets sikkerhedsretskonto og krediteres sumclearingkontoen (afviklingskontoen). Når et samlet afviklingsforløb er afsluttet, kendes det eksakte lånebehov, og lån og pant under sikkerhedsretten nedbringes herefter, så det svarer til det konstaterede lånebehov i afviklingen. På pengesiden sker således en udligning mellem sikkerhedsretskontoen, dvs. lånekontoen, og sumclearingkontoen. Denne udligning finder i Sumclearingen typisk sted om morgenen efter nattens kørsler, med mindre deltageren har fravalgt udligning på dette tidspunkt. I så fald sker udligningen, når Sumclearingen er endeligt afsluttet, dog senest kl. 13.30.

Tilsvarende forhold gør sig ikke gældende i forbindelse med handelsafviklingen i VP, hvor VP varetager både afviklingen og registreringen af pant under sikkerhedsretten. Afvikling, konstatering af låntagers lånebehov og registrering af pant foretages her praktisk talt samtidig og kun med det for den enkelte afviklingsblok nødvendige beløb.

Afviklingskonceptet for Sumclearingen er skitseret i figur 3.

### 3.2.3 Sumclearingen i danske kroner

Posteringsene fra Sumclearingen dannes på baggrund af de to andre clearinger; den dokumentløse clearing samt PBS-clearingen,<sup>84</sup> jf. beskrivelsen i afsnit 1.

Sumclearing-døgnet løber fra kl. 16.30 til den følgende dag, den tekniske valørdag, kl. 15.00.<sup>85</sup>

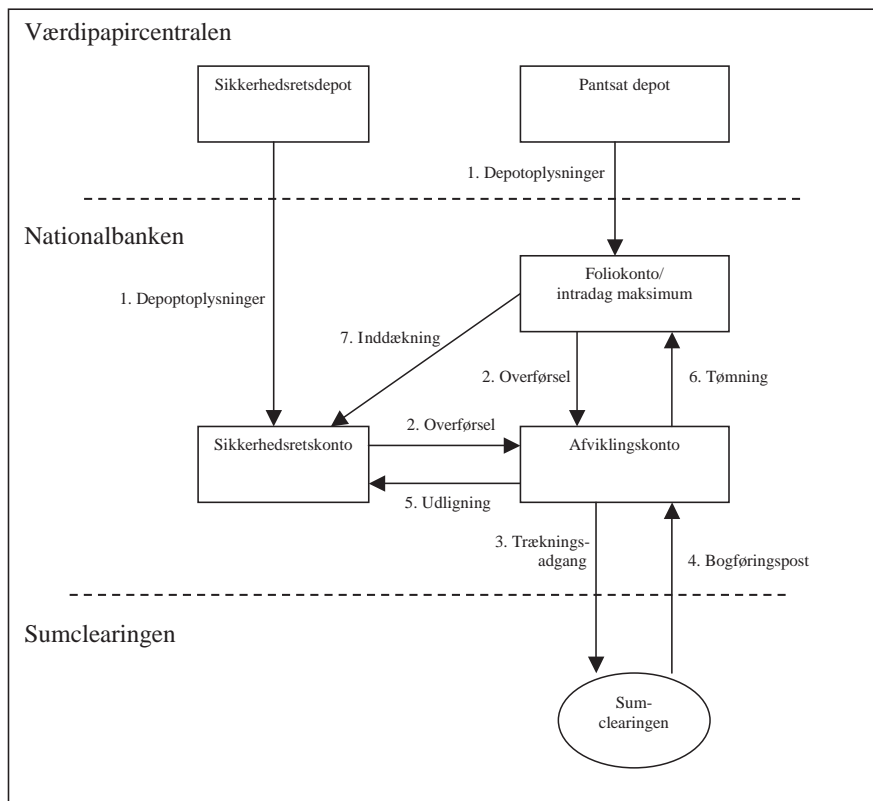
I Sumclearingen i kroner opereres ligesom i VP-afviklingen med 4 nettoafviklinger, der betegnes 1. normalafvikling, 2. normalafvikling, 1. ekstraafvikling og 2. ekstraafvikling. De to normalafviklinger samt 1. ekstraafvikling gennemføres i tidsrummet kl. 01.00 til 06.30, mens 2. ekstraafvikling skal være gennemført inden kl. 09.15. 2. ekstraafvikling

---

84. Se nærmere om PBS-clearingen Håndbog for PBS-clearing på PBS' hjemmeside, [www.pbs.dk/pi-materialer](http://www.pbs.dk/pi-materialer).

85. Dette skal ses i forhold til det pengepolitiske døgn, der løber fra kl. 16.00 til den følgende dag, den tekniske valørdag, kl. 15.30, jf. afsnit 3.1.2, og VP-døgnet, der løber fra kl. 18.00 til den følgende dag, den tekniske valørdag, straks inden kl. 18.00, jf. afsnit 3.1.3.

Figur 3. Afviklingskonceptet i Nationalbanken i relation til Sumclearingen



gennemføres, mens KRONOS er åbent.<sup>86</sup> Deltagerne har således mulighed for at overføre ekstra likviditet til 2. ekstraafvikling. Endelig er der mulighed for at foretage såkaldte anfordringskørsler senere på dagen, hvis der skulle vise sig behov herfor.

Tidspunkterne for overførsel til en deltagers afviklingskonto (kl. 16.00 - 16.30 og kl. 7.00-15.30) sammenholdt med tidspunkterne for de enkelte afviklinger medfører, at der ikke kan overføres ekstra likviditet mellem 1. normalafvikling, 2. normalafvikling og 1. ekstraafvikling. De tre afviklinger betragtes derfor som et samlet afviklingsforløb, hvor en allerede indberettet trækningsadgang fra Nationalbanken automatisk overgår til næste afvikling alene korrigeret for deltagerens nettoposition i den forudgående afvikling.

86. KRONOS har åbent fra kl. 07.00.

### 3.2.3.1 Normalafviklinger

Hver deltagers edb-central skal fremsende såkaldte sumtal vedrørende den dokumentløse clearing og PBS-clearingen til PBS's sumclearingsystem senest kl. 01.00 for at indgå i den 1. normalafvikling. Sumtal er udtryk for beregnede nettostillinger mellem deltagerne. Sumclearingen gennemføres ved, at PBS's sumclearingsystem i en godkendelseskørsel summerer de meddelte sumtal på hver enkelt deltager. Efter clearingens sker afvikling ved, at de fremkomne nettopositioner sammenholdes med de af Nationalbanken meddelte trækningsmaksima for hver enkelt deltager. Disse maksima skal foreligge senest kl. 01.30. Herefter meddeles nettopositionerne på hver enkelt deltager som bogføringsgrundlag til Nationalbanken senest kl. 02.00.

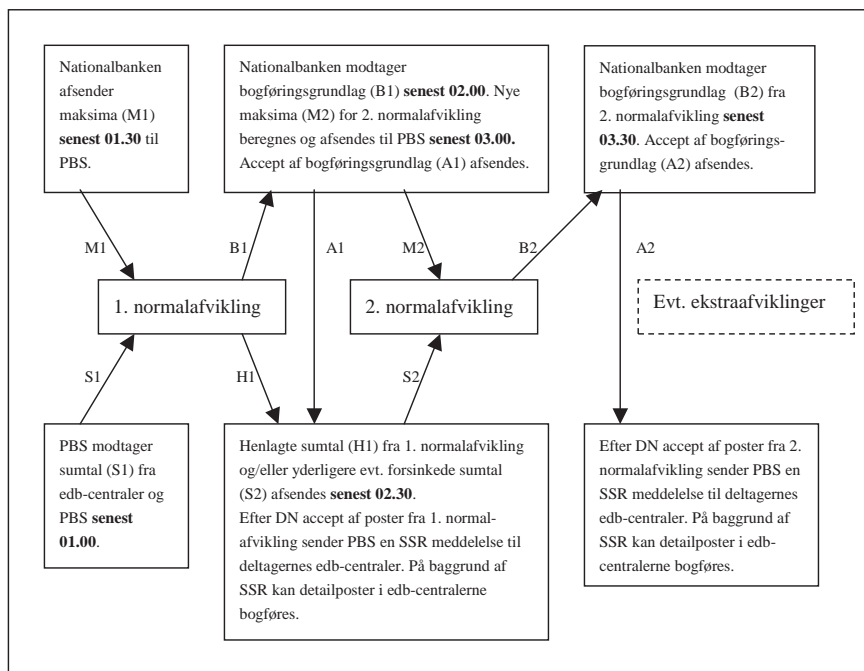
Nationalbanken afvikler clearingens ved at bogføre de modtagne nettopositioner på deltagerens afviklingskonti for Sumclearingen i Nationalbanken. Samtidig afgives der meddelelse til PBS, som sender en såkaldt standard status record, SSR, til de enkelte deltageres edb-centraler med meddelelse om, at clearingens er afviklet for de pågældende deltagere. Edb-centralerne kan herefter afstemme detailclearingens og afgøre, om detailclearingens skal gennemføres (bogføres). Endelig bogføring af detailposter hos deltagerne sker således først efter bogføring af de overordnede nettopositioner og afsendelse af godkendelse fra Nationalbanken og dermed efter det tidspunkt, hvor Sumclearingens betragtes som endeligt gennemført.

Hvis en eller flere deltagere i 1. normalafvikling har en negativ nettoposition, som overstiger det meddelte trækningsmaksimum, så henlægges sumtallene vedrørende den eller de clearingdeltagere til senere afvikling inden for det pågældende Sumclearing-døgn. For de tilbageværende deltagere genberegnes nettopositionerne indtil alle deltagere, der indgår i en beregning, overholder de meddelte maksima.

Hvis der kl. 02.30 er henlagte sumtal fra 1. normalafvikling og/eller er modtaget yderligere evt. forsinkede sumtal initieres 2. normalafvikling, der gennemføres efter samme principper som ovenfor. De henlagte sumtal betragtes som leveret på ny kl. 02.30. Maksima fra Nationalbanken skal foreligge senest kl. 03.00. Nettopositioner skal meddeles Nationalbanken senest kl. 03.30.

Hvis der efter 2. normalafvikling ikke er henlagte eller forsinkede sumtal, så er Sumclearingens færdigafviklet, og maksima frigives øjeblikkeligt til Nationalbanken.

Figur 4. Normalafviklinger i Sumclearingen i danske kroner



Figur 4 giver en skematisk oversigt over forløbet for normalafviklingerne.

Der kan ske annullering og omlevering af sumtal frem til henholdsvis kl. 01.00 for 1. normalafvikling og kl. 02.30 for 2. normalafvikling.<sup>87</sup> Sumtal med en deltager, som har anmeldt betalingsstandsning eller er erklæret konkurs inden udløbet af de nævnte frister, vil blive afvist i Sumclearingen. I forhold til nettingbestemmelsen i tilslutningsaftalen, jf. afsnit 3.2.1, regnes meddelelse af sumtal til PBS's sumclearingsystem for foretaget umiddelbart ved udløbet af de nævnte frister.

87. Henlagte sumtal fra 1. normalafvikling skal ikke afleveres igen, men de er ikke konkursresistente i perioden fra de er blevet henlagt og til kl. 02.30, hvor de betragtes som afleveret på ny.

*De afgørende tidsfrister for hvornår en overførselsordre er endeligt indgået i Sumclearingen, jf. VPHL § 57c, er således for de to normalafviklinger henholdsvis kl. 01.00 og kl. 02.30.<sup>88</sup>*

### 3.2.3.2 Ekstraafviklinger

Hvis der kl. 05.30 er henlagte sumtal fra 2. normalafvikling og/eller yderligere sumtal er modtaget siden sidste godkendelseskørsel, betragtes de henlagte sumtal som afleveret på ny kl. 05.30 til brug for 1. ekstraafvikling. Senest kl. 06.00 modtages nye maksima fra Nationalbanken, og en ny godkendelseskørsel foretages. Bogføringsgrundlag skal være afleveret til Nationalbanken senest kl. 06.30.

Deltagerne kan inden 2. ekstraafvikling om morgenen nå at overføre likviditet til deres afviklingskonti, hvis deres sumtal er henlagt på grund af manglende likviditet i de første 3 kørsler (henholdsvis 1. og 2. normalafvikling samt 1. ekstraafvikling). Dette kan ske mellem kl. 07.00 og kl. 08.45, hvorefter Nationalbanken beregner nye maksima, der sendes til PBS. Der medtages ikke forsinkede sumtalsleverancer mellem 1. og 2. ekstraafvikling, og de henlagte sumtal betragtes ikke som afleveret på ny. Kørslen skal være afviklet og bogføringsgrundlag afleveret til Nationalbanken senest kl. 09.15.

*Den afgørende tidsfrist for hvornår en overførselsordre er endeligt indgået i Sumclearingen, jf. VPHL § 57c, er således for de to ekstraafviklinger kl. 05.30.<sup>89</sup>*

Endelig kan Finansrådet beslutte at foretage en såkaldt anfordringskørsel, hvor endnu en clearing og afvikling kan gennemføres. Dette sker fx, hvis der er forsinkede leverancer af sumtal fra en eller flere edb-centraler.

---

88. Det vil være atypisk, men ikke umuligt, hvis der fra Sumclearing-døgnet starter kl. 16.30 og frem til disse tidspunkter afsiges konkursdekret over en deltager i Sumclearingen og dermed, at sumtal med denne deltager afvises, jf. afsnit 5.

89. Det vil også for disse afviklinger være atypisk, men ikke umuligt, hvis der fra Sumclearing-døgnet starter kl. 16.30 og frem til kl. 05.30 afsiges konkursdekret over en deltager i Sumclearingen og dermed, at sumtal med denne deltager afvises, jf. afsnit 5.

#### 4. VP's link til Euroclear

I henhold til VPHL § 63, stk. 1 kan udenlandske CSD'er, som er under offentligt tilsyn, tilsluttes VP's registreringsystem som udlandscentraler. Med udgangspunkt i VPHL § 54, stk. 3<sup>90</sup> har VP fastsat, at udlandscentraler endvidere kan tilsluttes VP's clearing- og afviklingsystem.<sup>91</sup>

En CSD, der tilsluttes VP som udlandscentral, er som alle andre indenlandske som udenlandske deltagere underlagt reglerne i VPHL og de i henhold hertil udstedte bestemmelser. VP udfører de administrative funktioner for udlandscentralen.

Euroclear, EOC, er tilsluttet VP med et direkte link. Deri ligger, at EOC har oprettet et samledepot i VP, dvs. en VP-konto i EOC's navn på vegne af investorer med en værdipapirkonto i EOC. Samtidig har EOC oprettet konti i Nationalbanken, så EOC kan deltage i VP's afviklingsblokke på lige fod med andre deltagere som beskrevet i afsnit 3.1.3.

Via EOC's samledepot kan danske fondsaktiver elektronisk "flyttes" til Belgien,<sup>92</sup> dvs. når EOC i en VP-afviklingsblok er blevet noteret som ejer af et fondsaktiv, så kan EOC i en efterfølgende EOC-afviklingsblok eller på RTGS-basis overføre fondsaktivet til en investor, der bruger EOC som intermediary. Det er herefter belgisk ret, der afgør tingsretlige spørgsmål.<sup>93</sup>

Det at holde værdipapirer via flere mellemmand afleder en række juridiske problemstillinger. En investor, der via EOC køber og sælger

---

90. Det fremgår af bestemmelsens 2. pkt., at VP kan bestemme at andre, underforstået end de i øvrigt i loven opregnede mulige deltagere, jf. VPHL § 54, stk. 2, kan få adgang til at indgå tilslutningsaftale.

91. Se VP's clearingregler.

92. Som nævnt i afsnit 1.2 er linket en-vejs, dvs. danske fondsaktiver registreret i VP kan elektronisk "flyttes" til EOC og tilbage, mens værdipapirer udstedt eller registreret i EOC ikke kan flyttes til Danmark, da VP ikke har etableret et samledepot hos EOC. For en mere detaljeret beskrivelse af "flytning" af dematerialiserede værdipapirer se Ulrik Rammeskov Bang-Pedersen, Internationale aspekter af insolvens- og tingsretten, 2002, afsnit 6.1.

93. Det følger af princippet i lovvalgsreglerne i artikel 9.2 i direktivet om endelig afregning og artikel 9 i direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse, jf. afsnit 2. Belgisk ret afgør således tingsretlige spørgsmål så som den retlige beskaffenhed af fondsaktivet, den relevante sikringsakt, prioritetsstillingen overfor andre rettighedshavere, samt hvordan der kan ske realisation af sikkerhed i fondsaktivet ved misligholdelse. Da EOC er hjemmehørende i Belgien, der har implementeret direktivet om endelig afregning, kræver VP ikke en legal opinion til sikring af, at VP's clearingregler i tilfælde af konkurs er gennemførlige overfor EOC's konkursbo, jf. afsnit 3.1.1.

danske fondsaktiver registreret i VP, skal – udover de sædvanlige forhold ved deltagelse i et værdipapirafviklingssystem som EOC – overveje konsekvensen, hvis fx VP går konkurs. I så fald er det afgørende, at EOC har et separatiskrav med hensyn til EOC's samledepot i VP, hvilket utvivlsomt kan bekræftes, da dansk tingsret finder anvendelse, jf. det direkte ejerskab til værdipapirer registreret på en VP-konto som beskrevet i afsnit 1.1. Hvis EOC går konkurs er det afgørende, om EOC har foretaget tilstrækkelig individualisering af de enkelte investorers værdipapirer, så investorerne kan gøre deres ejendomsret til værdipapirerne i EOC's samledepot i VP gældende i EOC's konkursbo. Det er formentlig dansk materiel ret, dvs. fortolkning af § 72, stk. 3 og 7 i lov om finansiel virksomhed, der afgør dette, jf. Ulrik Rammeskov Bang-Pedersen, Internationale aspekter af insolvens- og tingsretten, 2002, afsnit 6.3. Endvidere skal en investor i EOC overveje, om der er risiko for, at en EOC kreditor kan overbevise en fogedretsdommer om, at der skal gøres udlæg i EOC's VP-konto i Danmark. Svaret er ganske givet nej, idet dansk materiel ret, jf. ovenfor, anerkender konstruktionen med et samledepot. Værdipapirerne i EOC's samledepot tilhører således som udgangspunkt ikke EOC, med de EOC-deltagere, der holder danske værdipapirer via linket. En fjerde og mere kompleks problemstilling er herefter, om en EOC-deltagers kreditorer kan gøre udlæg i EOC's samledepot i VP, såkaldt "upper tier attachment", for så vidt EOC-deltagerens andel af værdipapirerne på samledepotet, selv om rettighederne til værdipapirerne i øvrigt følger af registreringer i EOC og afgøres efter belgisk ret.<sup>94</sup>

Linket understøtter en automatiseret afvikling af handler mellem VP-deltagere og EOC-deltagere og dermed disses respektive depotkunder

---

94. Se afsnit 1.1 om UNIDROIT's og EU's initiativer til at skabe helt klare regler på dette område. På nuværende tidspunkt indhentes ofte legal opinions. Dette kan både ske ved et links etablering af de involverede CSD'er, der har en interesse i, at linket er juridisk velfunderet, eller af brugerne af et link. ESCB er et eksempel på sidstnævnte, idet ESCB løbende laver en vurdering af etablerede link i EU ud fra ESCB's 9 brugerstandarder Standards for the use of EU Securities Settlement Systems in ESCB Credit Operations, Januar 1998, se [www.ecb.int](http://www.ecb.int), i hvilken forbindelse der typisk indhentes legal opinions. Standard 1 omhandler legal soundness. Kun hvis linket godkendes, vil Eurosystemet modtage sikkerhed i værdipapirer via linket. ESCB's standarder står i øvrigt overfor en snarlig fornyelse set i lyset af ESCB-CESR's arbejde på området, jf. afsnit 1.1. I den forbindelse forventes det, at Eurosystemet som bruger vil acceptere sikkerhed i værdipapirer holdt via relayed links, dvs. links hvor der ikke er direkte forbindelse mellem investor CSD og issuer CSD, som linket fra VP til EOC, men hvor der udveksles transaktioner gennem en tredje CSD, der fungerer som intermediary. Denne forventning er baseret på, at der i ESCB-CESR's forslag til nye standarder for værdipapirafviklingssystemer i standard 19 nu er indsat konkret tekst om relayed links.



uden tab af valørdage. I det følgende beskrives alene samspillet mellem VP-afviklingen og EOC, idet clearing og afvikling i EOC ikke vil blive behandlet.<sup>95</sup>

Indrapporteringen og makkørsøgningen af handler til afvikling via linket med EOC foretages efter de samme retningslinjer, som gælder for indrapporteringen af øvrige handler, jf. afsnit 3.1.3. Handler med deltagere i EOC indgår i VP's afviklingskørsler på samme måde som øvrige handler, idet EOC blot er modpart på vegne EOC-deltagerne.<sup>96</sup>

Figur 5 viser sammenhængen mellem VP's afviklingskørsler og EOC's afviklingskørsler ved nettoafvikling.

Før VP's første afviklingskørsel, blok 10, transmitterer EOC instruktioner til VP på købshandler med EOC-deltagere, idet EOC foretager en pengekontrol hos deres deltagere. Salgshandler for EOC-deltagere i blok 10 er også muligt, men det sker ikke særlig tit og forudsætter i øvrigt, at EOC-deltageren på forhånd er i besiddelse af det handlede værdipapir.

Efter blok 10, hvor EOC har modtaget papirer på vegne EOC-deltagere og lagt penge ud herfor, kan disse papirer indgå i EOC's første afviklingskørsel, EOC 1.

I EOC 1 krediteres EOC-deltagernes Securities Clearing Account (en værdipapirkonto), ligesom deres Cash Account debiteres. EOC-deltagere har således i EOC 1 mulighed for at handle back-to-back med VP. Ved back-to-back forstås køb og salg af det samme papir med valør samme dag.

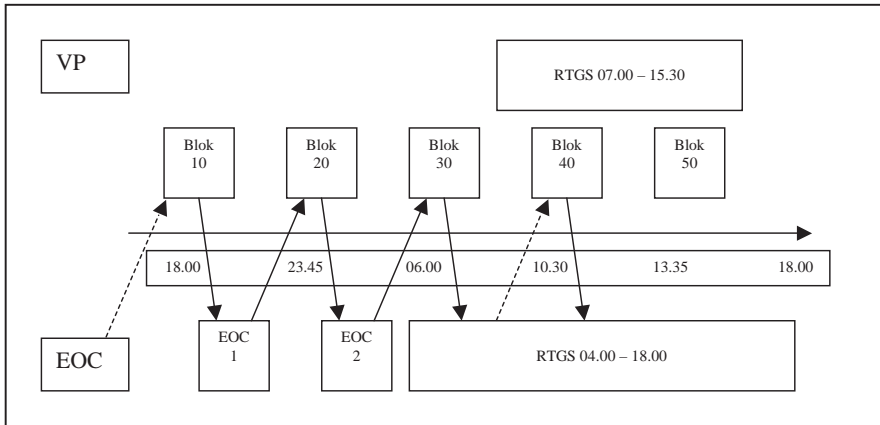
Efter EOC 1 kan EOC transmittere leveringer af papirer til VP's blok

---

95. I EOC anvendes en anden metode til clearing og afvikling end i VP, idet der ikke anvendes nettoafvikling. Handlerne i afviklingsblokkene afvikles brutto efter en særlig metode. EOC er ligesom VP notificeret til Kommissionen og dermed beskyttet af de belgiske lovregler til implementering af direktivet om endelig afregning. EOC's Terms and Conditions og Operating Procedures of the Euroclear System er ikke direkte tilgængelige på EOC's hjemmeside, [www.euroclear.com](http://www.euroclear.com), men kræver særlig adgang.

96. Hvordan EOC ved et køb sikrer sig pengenes tilstedeværelse, når en handel skal bogføres i EOC efter VP-afviklingen, eller hvordan EOC sikrer sig papirenes tilstedeværelse ved et salg, når det skal bogføres i EOC efter VP-afviklingen, vil ikke blive behandlet. EOC's risiko er dog begrænset, idet EOC ved et køb godt nok lægger penge ud i VP-afviklingen, men også modtager det købte fondsaktiv, ligesom EOC ved et salg frigiver fondsaktivet, men modtager salgsprovenuet. EOC's risiko kan en deltager derfor evt. afdække ved marginsikkerhed. Alternativt kan papirer eller penge spærres i EOC indtil VP-afviklingen er færdig, hvorefter EOC kan foretage slutbogføring.

Figur 5. VP's afviklingskørsler og EOC's afviklingskørsler ved nettoafvikling



20, for hvilke der er skabt dækning i EOC 1. I blok 20 har VP-deltagere således mulighed for at afvikle back-to-back mod EOC.

Efter VP's blok 20 transmitterer VP leveringer af værdipapirer og betalinger for værdipapirer, således at transmissionen indgår i EOC's anden afviklingskørsel, EOC 2. EOC-deltagerne har således i EOC 2 deres anden mulighed for at afvikle back-to-back mod VP.

*Det juridisk afgørende for en EOC-deltager er således, at der sker afvikling Delivery versus Payment, DvP, inden for dagen.<sup>97</sup> En EOC-deltager har således alene en minimal kreditrisiko på EOC i den atypiske situation, at EOC fx skulle gå konkurs midt om natten efter VP's blok 20, hvor EOC-deltagerens salg er gennemført ved overførsel fra EOC's samledepot i VP og pengene indgået på EOC's afviklingskonto i Nationalbanken, men inden EOC 2 er gennemført.<sup>98</sup>*

97. En EOC-investor oplever således ved et køb af et værdipapir registreret i VP, at afviklingen i EOC sker DvP, idet EOC inden fx EOC 1 har deltaget i VP's blok 10 og modtaget det pågældende værdipapir mod betaling. Modparten i VP oplever tilsvarende DvP i VP's blok 10, hvor værdipapiret sælges mod samtidig betaling fra EOC.

98. I den situation vil EOC's konkursbo ikke på samledepotet i VP holde tilstrækkeligt med værdipapirer i den pågældende fondskode til at dække EOC-deltagernes registrerede beholdninger i EOC, og kravet på den indkomne betaling i VP-afviklingen vil være et simpelt krav i EOC's konkursbo. Det er formentlig dansk materiel ret, der afgør om den nødvendige individualisering, for at investorerne kan gøre deres ejendomsret gældende i EOC's konkursbo, har fundet sted, jf. ovenfor, men tabet på

Efter EOC 2 transmitterer EOC leveringer af værdipapirer til VP's blok 30, for hvilke der er skabt dækning i EOC 2, eksempelvis på grund af en levering fra VP. I blok 30 har VP-deltagere således deres anden mulighed for at afvikle back-to-back mod EOC.

Efter blok 30 transmitterer VP leveringer af værdipapirer og betalinger for værdipapirer. Leveringer fra blok 30 vil kunne leveres videre i EOC på RTGS-basis. Alternativt vil EOC-deltageren kunne disponere over sine værdipapirer i EOC's næste ordinære afviklingskørsel valørdagen efter.

Efter blok 40<sup>99</sup> transmitterer VP leveringer af værdipapirer og betalinger for værdipapirer. Leveringer fra denne kørsel vil – på samme måde som nævnt under blok 30 - kunne leveres videre i EOC på RTGS-basis. Alternativt vil EOC-deltageren kunne disponere over sine værdipapirer i EOC's næste ordinære afviklingskørsel valørdagen efter.

EOC instruerer p.t. ikke handler til afvikling i VP's blok 50, der i øvrigt alene er en euro afviklingsblok.

## 5. Hvis en deltager går konkurs

I de forudgående afsnit er VP-afviklingens og Sumclearingens funktionalitet, herunder pengeafviklingen i Nationalbanken, blevet beskrevet, ligesom de gældende nettingaftaler er blevet kort gennemgået. Endvidere er de relevante tidspunkter for, hvornår en overførselsordre er endeligt indgået i VP-afviklingen og Sumclearingen, blevet identificeret.

Det interessante er herefter at analysere, hvad der rent faktisk vil ske i henholdsvis VP-afviklingen og Sumclearingen, hvis en deltager går konkurs. Der tages alene udgangspunkt i en konkurssituation, idet den mulige deltagerkreds, som beskrevet i afsnit 3.1.1 for VP-afviklingen og afsnit 3.2.1 for Sumclearingen, er finansielle institutioner, der næppe i praksis træder i betalingsstandsning, da en betalingsstandsning på grund

---

grund af den manglende mængde værdipapirer i den pågældende fondskode vil formentlig skulle fordeles efter lex concursus, dvs. belgisk ret, hvilket formentlig vil være pro rata mellem indehavere i EOC af samme fondskode.

99. EOC transmitterer rent faktisk visse særlige transaktioner til blok 40, hvilket ikke vil blive omtalt nærmere.

af kundernes manglende tillid til instituttet vil øge sandsynligheden for instituttets konkurs.<sup>100</sup>

Som altovervejende hovedregel vil afsigelse af konkursdekret ske inden for skifterettens normale kontortid og dermed efter nattens afviklinger i VP-afviklingen og Sumclearingen. Der er dog intet i konkursloven, som forhindrer eller på anden måde begrænser de tidspunkter i løbet af døgnet, hvor konkursdekret kan afsiges.<sup>101</sup> I det følgende medtages således også forhold, som tager afsæt i en deltagers konkurs ud på aftenen eller i de tidlige morgentimer, selv om det vil være atypisk.<sup>102</sup>

### 5.1 Sumclearingen

I Sumclearingen er hovedreglen ganske klar. Hvis en deltager erklæres konkurs inden tidsfristen for levering af sumtal, så indgår deltageren ikke i Sumclearingen. Det forhindrer, at en kunde hos en konkursramt deltager, der skal modtage et beløb, efter afviklingen står med et simpelt krav i konkurs mod den konkursramte deltager. Ved at udelukke den konkursramte deltager cleares og afvikles betalingen ikke, og kunden kan evt. modtage betalingen på anden vis.

Som beskrevet i afsnit 3.2.3 starter Sumclearing-døgnet kl. 16.30 og tidsfristerne for sumtal og dermed transaktionernes endelighed er i normalafviklinger henholdsvis kl. 01.00 og kl. 02.30 og for 1. og 2. ekstraafvikling kl. 05.30. Det vil være atypisk, hvis der fra Sumclearing-døgnet starter og frem til disse tidspunkter afsiges konkursdekret over en deltager i Sumclearingen. Hvis en deltager næste morgen erklæres konkurs, må en kunde hos den konkursramte deltager således acceptere

---

100. Se i øvrigt de særlige regler om inddragelse af tilladelse og afvikling for pengeinstitutter, realkreditinstitutter, fondsmæglerselskaber og investeringsforvaltningsselskaber i lov om finansiel virksomhed kapitel 15 (§§ 236ff.).

101. Visse egenbegæringer, fx likvidators konkursbegæring i forbindelse med Erhvervs- og Selskabsstyrelsens tvangsopløsning af aktieselskaber, jf. aktieselskabslovens kapitel 14, særligt § 127, stk. 3, behandles ofte uden for almindelig kontortid ved såkaldte "skrivebordsmøder", hvorfor konkursdekreter afsagt fx kl. 17.00 ikke er usædvanlige.

102. Evt. udenlandske deltagere kan i øvrigt være med til at øge risikoen for en deltagers konkurs uden for dagstimerne afhængigt af hjemlandets praksis på området samt en evt. tidsforskel.

resultatet af nattens clearing og afvikling,<sup>103</sup> herunder som betalingsmodtager at stå med et simpelt krav i konkurs.<sup>104</sup>

Denne konsekvens kan ikke siges at være hverken urimelig for kunden, der selv har valgt at have engagement med den nu konkursramte deltager, eller være unødigt bebyrdende og uoverskuelig for konkursboet, der får sat en streg i sandet efter nattens clearing og afvikling. Endvidere er det vigtigt, at et system er indrettet på en sådan måde, at der for deltagerne er klarhed over, hvad de retlige og praktiske konsekvenser af en deltagers konkurs er, så de kan indrette sig herefter.

Hvis Sumclearingen ikke er afsluttet efter de to normalafviklinger og de to ekstraafviklinger, der senest skal være afsluttet kl. 9.15, kan der gennemføres yderligere ekstrakørsler i løbet af dagen frem til Sumclearing-døgnet's udløb kl. 15.00. I den forbindelse er der et interessant vilkår i tilslutningsaftalen til Sumclearingen, som beskrevet i afsnit 3.2.1, hvorefter kurator kan aftale en ekstraordinær betalingsafvikling med Finansrådet, hvor konkursboet deltager.

Bestemmelsen må tænkes anvendt i den situation, hvor konkursen er kommet på et tidspunkt i løbet af Sumclearing-døgnet, som har medført, at deltagerens sumtal er blevet tilbageført.<sup>105</sup> Konsekvensen af en sådan aftale vil i så fald være, at den konkursramte deltagers sumtal, der ikke er endeligt indgået i Sumclearingen, alligevel gennemføres efter deltagers konkurs.

Det må ligge forudsætningsvist i bestemmelsen, at kurator sikrer den fornødne trækningsadgang i Nationalbanken. Da sumtallene reelt er udtryk for detailtransaktioner for den konkursramte deltagers kunder,

---

103. Ved en negativ nettoposition forudsættes det, at trækningsadgangen i Nationalbanken er tilstrækkelig. Hvis dette ikke er tilfældet, har en deltager mulighed for inden 2. ekstraafvikling mellem kl. 07.00 og kl. 8.45 at tilføre likviditet til sin afviklingskonto, hvorefter Nationalbanken beregner nye maksima, der sendes til PBS. Hvis et konkursdekret afsiges inden kl. 8.45, som er Nationalbankens frist for afsendelse af maksima til 2. ekstraafvikling, vil den konkursramte deltager på trods af et positivt indestående på afviklingskontoen ikke længere have trækningsadgang i Nationalbanken. Den konkursramte deltager vil i så fald alene have mulighed for at modtage en positiv nettoposition i 2. ekstraafvikling.

104. For privatpersoner med mindre engagementer er risikoen dog typisk afdækket i henhold til lov om en garantifond for indskydere og investorer, jf. lovbekendtgørelse nr. 656 af 7. august 2002 med senere ændringer og den dertil knyttede bekendtgørelse nr. 1015 af 11. december 2002 om Garantifonden for indskydere og investorer. Kontantindskud dækkes med op til 300.000 kr.

105. Bestemmelsen vil formentlig ikke med mening kunne anvendes i det efterfølgende eller senere Sumclearing-døgn.

der ved indkomne betalinger står med et krav på et konkursbo, må disse krav ud fra princippet i konkurslovens § 60 kunne betragtes som penge tilgået boet efter konkursen på 3. mands vegne, og hvor boet som massekrav skal dække den berettigede, jf. konkurslovens § 93.<sup>106</sup>

Det er i øvrigt svært at se nogle motiver fra kurators side til en sådan aftale, hvis ovennævnte antagelse er korrekt, idet de indkomne beløb ikke vil tilgå boet. Samtidig, da kurator må antages at sikre den fornødne trækingsadgang i Nationalbanken, vil de udgående betalinger for den konkursramte deltagers kunder blive honoreret af konkursboet.<sup>107</sup> Kurator vil muligvis også pådrage sig et erstatningsansvar overfor de øvrige kreditorer, der alt andet lige vil blive dårligere stillet.

## 5.2 VP-afviklingen

Hvis en deltager i VP-afviklingen går konkurs, skal der for det første sondres mellem kundehandler<sup>108</sup> og egne handler. Som beskrevet i afsnit 3.1.1 skal en deltager, der kan indberette handler på 3. mands vegne, være tilsluttet VP's registreringsvirksomhed som kontoførende institut. Det fremgår af VPHL § 64, stk. 4, at tilslutningsaftalen med VP herom bortfalder med omgående virkning i tilfælde af en deltagers konkurs. Det har den konsekvens, at alle deltagerens kundehandler, selv om de er klar til afvikling, ikke vil blive gennemført.

Dette kan umiddelbart ses som værende i strid med ånden i direktivet om endelig afregning, der skal beskytte systemerne mod følgerne af en deltagers konkurs, idet en række handler på trods af, at de er klar til afvikling på konkurstidspunktet, alligevel ikke gennemføres. Der er dog to forhold, som er væsentlige i denne sammenhæng. For det første er det alene kundehandler og ikke den konkursramte deltagers egne handler,

---

106. Hvis kurator indgår en sådan aftale med Finansrådet om yderligere afvikling, må det betragtes som en tiltræden af det eksisterende aftalegrundlag for Sumclearingen, jf. konkurslovens kapitel 7, men indirekte tiltræder den konkursramte deltager også de kundeaftaler, der kan medføre transaktioner, som clears og afvikles i Sumclearingen, idet ikke endelige transaktioner rent faktisk gennemføres efter konkursen. På den baggrund virker det rimeligt og ikke unødigt bebyrdende for konkursboet at skulle dække de ved en ekstraordinær afvikling opståede krav mod boet som massekrav.

107. Dermed opnår disse kunder en fordel, idet deres indestående i konkursboet mindskes eller helt konverteres til en forpligtelse overfor boet, hvis betalingerne fx har medført træk på kundernes kassekreditter.

108. Ved kundehandler tænkes på handler, hvor den konkursramte deltager er kontoførende institut for en kunde, der handler i eget navn.

der ikke forsøges gennemført. For det andet ville konsekvensen, hvis kundehandlerne fortsat indgik i VP-afviklingen, være, at en privatkunde, som er sælger af et værdipapir, selv efter konkursen måtte lide den tort, at ejerskabet til et værdipapir registreret i VP bliver afløst af et simpelt krav i konkurs, da betalingen oftest indgår på en konto hos den konkursramte deltager.<sup>109</sup>

Hvis der herefter fokuseres på den konkursramte deltagers egne handler, så adskiller VP-afviklingen sig fra Sumclearingen ved, at handler kan indberettes endeligt helt op til 365 dage før afviklingsdagen. Sådanne endeligt indberettede handler er som udgangspunkt beskyttet af direktivet om endelig afregning. Faktum er dog, at størstedelen af de endeligt indberettede handler, der er sat til afvikling på et tidspunkt efter deltagerens konkurs, typisk ikke vil blive afviklet. Det er der hovedsageligt tre årsager til.

For det første den praktiske årsag, at en konkurs typisk vil indtræde om morgenen eller i hvert fald i løbet af dagen, hvorfor nattens afvikling vil være gennemført, og der reelt alene vil restere den beløbsmæssigt beskedne blok 40 (kl. 10.30) i det pågældende VP-døgn, der løber frem til straks inden kl. 18.00.

For det andet vil kurator typisk som noget af det første sætte sig på alle den konkursramte deltagers likvide aktiver, dvs. både pengekonti i Nationalbanken og værdipapirer registreret på VP-konti. Det betyder, at den konkursramte deltager hverken kan rejse likviditet til køb af værdipapirer<sup>110</sup> eller stille papirer til rådighed ved salg af værdipapirer. Det vil derfor være begrænset, hvilke af de endeligt indberettede handler, der reelt vil kunne afvikles med den konkursramte deltager på trods af nettoafviklingen.

For det tredje fremgår det af VP's clearingregler, at endeligt indberettede handler for en konkursramt deltager kun medtages indtil kl. 18.00 på konkursdagen, dvs. indtil udløbet af det igangværende VP-døgn, uanset om kurator aktivt har sat sig på den konkursramte delta-

---

109. Ligesom i relation til Sumclearingen vil risikoen for privatpersoner med mindre engagementer dog typisk være afdækket i henhold til lov om en garantifond for indskydere og investorer.

110. Som nævnt i afsnit 3.1.3 betragtes blokkene om natten (blok 10, blok 20 og blok 30) dog som et samlet afviklingsforløb på pengesiden, hvor en allerede indberettet trækningsadgang fra Nationalbanken automatisk overgår til næste blok alene korrigeret for deltagerens nettoposition i den forudgående blok, uanset en mellemliggende konkurs.

gers likvide aktiver. Dermed sættes en streg i sandet ved udløbet af VP-døgnet, hvilket bidrager til at skabe klarhed over, hvad de retlige og praktiske konsekvenser af en deltagers konkurs er, så de øvrige deltagere kan indrette sig herefter.

Det fører naturligt til en interessant problemstilling omkring kurators handlemuligheder. Som beskrevet i afsnit 2 er et af formålene med direktivet om endelig afregning at undgå, at kurator kan vedgå de handler, der har vist sig fordelagtige, og fragå de øvrige, jf. konkurslovens kapitel 7. Umiddelbart ses der dog ikke som konsekvens heraf noget som forhindrer, at kurator vælger at stille likviditet eller værdipapirer til rådighed for VP-afviklingen.<sup>111</sup> Kurator har nemlig ikke indflydelse på, hvilke af de endeligt indberettede handler, der gennemføres, da det følger af de på forhånd fastsatte "fælderregler" i VP's clearingregler.

Det kan indvendes, at kurator dermed foretager en form for global cherrypicking, men da det kun er frem til kl. 18.00 på konkursdagen, og blok 40 (kl. 10.30) er beløbsmæssigt beskeden, ligesom det i øvrigt virker usandsynligt, at kurator så hurtigt kan danne sig et overblik over, om alle de af den konkursramte deltager endeligt indberettede handler til afvikling på konkursdagen er til fordel for konkursboet eller ej, så er der ikke umiddelbart holdepunkter for at antage, at en sådan mulighed ikke er til stede for kurator.<sup>112</sup>

### 5.3 Sikkerhedsret

En teoretisk interessant forskel ved brug af sikkerhedsret i VP-afviklingen og Sumclearingen ved en deltagers konkurs skal fremhæves.

I afsnit 3.2.2 blev det særlige system ved brug af sikkerhedsret i Sumclearingen beskrevet, hvor en deltager, inden Sumclearingen starter, på forhånd kan reservere et beløb hertil, der overføres til deltagerens sum-

---

111. Det må antages, at kurator derved tiltræder aftalegrundlaget for VP-afviklingen, men i forhold til Sumclearingen er der ikke noget problem i relation til kundehandler, da kundehandler, selv om de er klar til afvikling, ikke vil blive gennemført, jf. ovenfor.

112. Spørgsmålet er, hvordan kurators aktive medvirken frem til kl. 18.00 på konkursdagen skal ses i forhold til en evt. bilateral slutafregningsbestemmelse mellem den konkursramte deltager og en modpart, hvor konkurs er en slutafregningsgrund, jf. VPHL § 58h. Udgangspunktet må være, at VP-afviklingen går forud, hvorfor de transaktioner, der gennemføres i VP-afviklingen frem til kl. 18.00 på konkursdagen, ikke indgår i en evt. slutafregning, da de er endeligt afviklet. Det samme vil i øvrigt være tilfældet, hvis kurator af en eller anden grund ikke inden for dagen får sat sig på den konkursramte deltagers likvide aktiver.



clearingkonto (afviklingskonto) i Nationalbanken, ligesom der registreres pant på deltagerens sikkerhedsretsdepot. Herudover kan deltageren på sædvanlig vis overføre likviditet til sumclearingkontoen fra sin folio-konto. I afsnit 3.2.3 blev det endvidere beskrevet, hvordan 1. normalafvikling, 2. normalafvikling og en evt. 1. ekstraafvikling betragtes som et samlet afviklingsforløb, hvor en allerede indberettet trækningsadgang fra Nationalbanken automatisk overgår til næste afvikling alene korrigeret for deltagerens nettoposition i den forudgående afvikling.

Det har den konsekvens, at et på forhånd reserveret beløb under sikkerhedsretten til brug i Sumclearingen "rulles" videre mellem 1. normalafvikling, 2. normalafvikling og en evt. 1. ekstraafvikling, uafhængigt af deltagerens mellemliggende konkurs. En konkurs der dog vil være atypisk, da de nævnte afviklinger kører om natten.

Dette skal ses i modsætning til brug af sikkerhedsret i VP-afviklingen, hvor afvikling, konstatering af låntagers lånebehov og registrering af pant foretages praktisk talt samtidig og kun med det for afviklingsblokken nødvendige beløb, jf. afsnit 3.1.2. I VP-afviklingen betragtes blok 10, blok 20 og blok 30 som et samlet afviklingsforløb på pengesiden, jf. afsnit 3.1.3, men en mellemliggende konkurs, fx efter blok 10, men før blok 20, vil som udgangspunkt forhindre brug af sikkerhedsret i blok 20 og blok 30,<sup>113</sup> selv om den konkursramte deltagers transaktioner er endeligt indberettet og en gennemførelse heraf skulle accepteres af modparten og deltagerens konkursbo.<sup>114</sup> Ligesom for Sumclearingen vil en konkurs dog være atypisk, da de nævnte afviklinger kører om natten.

Det forudsættes, enten at Nationalbanken er bekendt med konkursen og dermed ikke længere kan disponere på boets vegne i relation til sikkerhedsretten, jf. konkurslovens §§ 29-30, eller at kurator straks anmelder konkursen på den konkursramte deltagers VP-konti, herunder sikkerhedsretsdepotet. Registrering af begrænsende rettigheder på et sikkerhedsretsdepot medfører i henhold til VP's clearingregler lukning af sikkerhedsretsaftalen.

---

113. Se dog afsnit 5.2 om kurators handlemuligheder i VP-afviklingen.

114. En allerede indberettet trækningsadgang fra Nationalbanken på baggrund af den konkursramte deltagers indestående på sin afviklingskonto for VP-afviklingen overgår stadig automatisk til næste afvikling alene korrigeret for deltagerens nettoposition i den forudgående afvikling.

## 6. Litteraturliste og hjemmesider

Christian Dahl Hesthaven, Netting i et insolvensretligt perspektiv, Rettid 2002, Specialeafhandling 6 [www.rettid.dk](http://www.rettid.dk)

Clearing and settlement in the European Union, Main policy issues and future challenges, COM (2002) 257 af 28. maj 2002 [www.europe.eu.int](http://www.europe.eu.int)

Clearing and settlement in the European Union – The way forward, Kommissionen, COM (2004) 312 af 28. april 2004 [www.europe.eu.int](http://www.europe.eu.int)

Clearing og oppgjør i Norden – særlig om forholdet til Giovannini-rapporten av november 2001, Rapport udarbejdet i regi af Nordisk Ministerråd, Januar 2004 [www.odin.dep.no](http://www.odin.dep.no)

Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, The Giovannini Group, November 2001 [www.europe.eu.int](http://www.europe.eu.int)

Core Principles for Systemically Important Payment Systems, BIS, January 2001 [www.bis.org](http://www.bis.org)

Danmarks Nationalbank [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)

Danmarks Nationalbanks dokumentationsgrundlag for pengepolitiske instrumenter og betalingsafvikling i DKK, EUR, SEK og ISK [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)

Danmarks Nationalbanks overvågning af betalings- og værdipapir-afviklingssystemer, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 2. kvartal 2001 [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)

European Financial Markets Lawyers Group, EFMLG [www.efmlg.org](http://www.efmlg.org)

Euroclear, EOC [www.euroclear.com](http://www.euroclear.com)

ESCB-CESR Consultative report, Standards for Securities Clearing and Settlement Systems in the European Union, July 2003 [www.ecb.int](http://www.ecb.int)  
[www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org)

Gennemgang af Sumclearingen i relation til Core Principles for Systemically Important Payment Systems, Danmarks Nationalbank, Maj 2002 [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)

Haag-konferencen [www.hcch.net](http://www.hcch.net)

Niels C. Andersen og Kirsten Gürtler, Sikkerhedsstillelse i National-

banken set i et retligt perspektiv, Danmarks Nationalbank, Kvartals-oversigt, 3. kvartal 2003 [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)

PBS A/S, PBS [www.pbs.dk](http://www.pbs.dk)

Peer Schaumburg-Müller, Dansk Børsret, 2. del, Værdipapirhandelsretten, 2003

Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen, Børsretten, 2. udg. 2003

Pengeinstitutternes åbne infrastruktur, Finansanalyse 13, Finansrådet, September 2001 [www.finansraadet.dk](http://www.finansraadet.dk)

Peter M. Restelli-Nielsen og Ulla Sterkel, Finality-direktivet, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 2. kvartal 1998 [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)

Peter M. Restelli-Nielsen, Nettingbestemmelserne i værdipapirhandelsloven, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, Maj 1996 [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)

Recommendations for securities settlement systems, BIS, November 2001 [www.bis.org](http://www.bis.org)

Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, The Giovannini Group, April 2003 [www.europe.eu.int](http://www.europe.eu.int)

UNIDROIT position paper, Harmonised Substantive Rules Regarding Indirectly Held Securities, August 2003 [www.unidroit.org](http://www.unidroit.org)

UNIDROIT [www.unidroit.org](http://www.unidroit.org)

Ulrik Rammeskov Bang-Pedersen, Internationale aspekter af insolvens- og tingsretten, 2002

Værdipapircentralen A/S, VP [www.vp.dk](http://www.vp.dk)

VP's clearingregler og standard tilslutningsaftale [www.vp.dk](http://www.vp.dk)

## 7. Ordliste

Afvikling	Udveksling af ydelser til opfyldelse af parternes forpligtelser.
Afviklingskonto	Konto i Nationalbanken dedikeret til den likviditet kontohaverne disponerer til brug for en konkret pengeafvikling i Nationalbanken.

Back-to-back transaktion	Køb og salg af det samme værdipapir med valør samme dag.
CSD	Central Securities Depository, en enhed, der opbevarer og administrerer værdipapirer, og som muliggør, at transaktioner kan gennemføres elektronisk. En CSD kan også varetage clearing og afvikling.
CCP	Central counterparty, enhed, der indtræder mellem parterne i en transaktion, dvs. agerer som sælger for køberen, og køber for sælgeren, hvorved modpartsrisikoen for parterne erstattes af risiko på enheden.
Clearing	Opgørelse af forpligtelser og rettigheder forud for en aftalt udveksling af ydelser.
Centralbank penge	Simpelt krav på en centralbank i form af indestående på en konto i centralbanken.
Depotbank	Et finansielt institut, typisk bank, der varetager opbevaring og administration af værdipapirer og andre finansielle aktiver, samt ofte tilbyder andre ydelser så som clearing og afvikling.
Dematerialiseret værdipapir	Værdipapir, der fra udstedelsen har været papirløst, fx udstedelser direkte i VP.
Den dokumentløse clearing	Clearing af transaktioner i pengeinstitutterne, som involverer konti i andre pengeinstitutter, dvs. bl.a. check- og hævekorttransaktioner samt indbetalingskort. I den dokumentløse clearing beregner pengeinstitutternes edb-centraler deltagerens nettostilling overfor hinanden, hvilke herefter indgår i Sumclearingen.
DvP	Delivery versus Payment, levering af værdipapirer afhængigt af en samtidig betaling.
Elektronisk værdipapir/book entry security	Dematerialiseret eller immobiliseret værdipapir, jf. definition heraf.

Foliokonto	Kontohavernes hovedkonto i Nationalbanken, hvor betalinger mellem kontohaverne indbyrdes og mellem kontohaverne og Nationalbanken gennemføres.
FoP	Free of Payment, levering af værdipapirer uafhængigt af en samtidig betaling.
Intradag-kredit	Kredit inden for dagen, dvs. långivning og inddækning sker samme dag.
ICSD	International Central Securities Depository, en CSD, der clearer og afvikler transaktioner i internationale værdipapirer og/eller cross-border transaktioner i lokale værdipapirer, typisk via link til lokale CSD'ere.
Intermediary	Mellemmand, en juridisk enhed, typisk en depotbank eller en CSD, der fører værdipapirkonti for andre eller for både sig selv og andre, og skaber direkte eller indirekte adgang til en udsteder CSD.
Investor CSD	Den CSD, hvor et elektronisk værdipapir holdes af investor.
Immobiliseret værdipapir	Værdipapir, hvor der fx ligger en fysisk global note deponeret hos en depotbank til grund for efterfølgende elektroniske registreringer af ejerskab til denne global note (fysisk, men immobiliseret).
Instruct	Bekræftelse, dvs. indrapportering til VP med henvisning til foradvisering og angivelse af gyldighedsperiode. Gyldighedsperioden er den periode, hvori den pågældende handelstransaktion må deltage i afviklingen. Bekræftelse medfører indrapporteringens endelighed, jf. VPHL § 57c. Foradvisering og bekræftelse kan indrapporteres samlet.

KRONOS	Nationalbankens RTGS-system til overførsel af danske kroner og euro mellem kontohaverens egne konti eller til andre kontohaveres konti i Nationalbanken.
Netting	En aftale mellem to (bilateral netting) eller flere (multilateral netting) parter om, at deres indbyrdes fordringer skal afregnes (modregnes) mod hinanden ved opgørelse af én nettoposition.
Pengepolitisk døgn	Den periode, hvori betalinger har samme valør; i danske kroner fra kl. 16.00 til den følgende dag, den tekniske valørdag, kl. 15.30.
Preadvice	Foradvisering, dvs. indrapportering til VP af de for en handel nødvendige oplysninger, herunder handelsmodpart, fondskode, nominelt beløb/antal fondsaktiver, afviklingsdato/-tid samt evt. handelsbeløb og valuta.
PBS-clearingen	Clearing af transaktioner på baggrund af PBS's produkter, dvs. bl.a. BetalingsService og Dataløn samt Dankorttransaktioner gennemført via terminaler administreret af PBS. I PBS-clearingen beregner PBS de enkelte deltageres nettostilling overfor hinanden, som herefter indgår i Sumclearingen.
RTGS-system	Real Time Gross Settlement, et system, hvor betalingerne afvikles enkeltvist, øjeblikkeligt og endeligt på deltagernes konti.
Relayed link	Link, hvor der ikke er direkte forbindelse mellem investor CSD og issuer CSD, som fx linket fra VP til EOC, men hvor der udveksles transaktioner gennem en tredje CSD, der fungerer som intermediary.
Samledepot	Omnibus account, fx en VP-konto, hvorpå kontohaver opbevarer værdipapirer for flere personer.

Systemisk risiko	Risikoen for at et finansielt instituts manglende opfyldelse af sine forpligtelser ved forfald medfører, at andre finansielle institutter ikke kan opfylde sine forpligtelser ved forfald.
SSS	Securities Settlement System, et system, hvor værdipapirer og andre finansielle aktiver kan opbevares og overføres enten Free of Payment (FoP) eller Delivery versus Payment (DvP).
Sikkerhedsretskonto	Konto i Nationalbanken, hvor træk under sikkerhedsretten debiteres.
Udsteder CSD	Den CSD, hvor et elektronisk værdipapir er udstedt, eller hvor et fysisk værdipapir er immobiliseret og registreret elektronisk.

Ds 1998: 40, s 24: "Utformningen av återvinningsreglerna bygger därför på en avvägning mellan å ena sidan principen om likabehandling av borgenärerna och å andra sidan hänsynen till affärslivets intresse av att vanliga affärstransaktioner skall kunna fredas."

Lasse Højlund Christensen

## **Nogle betragtninger vedrørende konkurslovens § 70**

Bestemmelsen i konkurslovens § 70 bør som de øvrige omstødelsebestemmelser bygge på en balancegang mellem hensynet til det konkursretlige lighedsprincip og erhvervslivets mulighed for at foretage og disponere i tillid til sædvanlige forretningsmæssige dispositioner.

Den bør således ramme dispositioner, der foretages for at omgå det konkursretlige lighedsprincip, mens dispositioner, der ikke er påvirket af skyldnerens økonomiske situation, derimod ikke bør rammes.

Der ses i det følgende lidt nærmere på balancen i bestemmelsen, der har følgende ordlyd:

*"Panteret eller anden sikkerhedsret, som ikke er tilsagt fordringshaveren ved gældens stiftelse, eller som ikke er sikret mod retsforfølgning uden unødigt ophold efter gældens stiftelse, kan fordres omstødt, hvis sikringsakten er foretaget senere end tre måneder før fristdagen."*

Den opererer således med tre forskellige elementer: panterettens tilsigelse, gældens stiftelse og sikringsaktens foretagelse. De enkelte elementer og samspillet mellem elementerne kan især i forbindelse med et løbende mellemværende rejse en række fortolkningsproblemer. Dette illustreres indledningsvis gennem et konkret eksempel: spedition.

Der tages udgangspunkt i et løbende speditionsmellemværende som beskrevet hos Aage Krogh-Christoffersen i U 2003 B 10, og der kan i



øvrigt henvises til denne artikel, der indeholder en samlet redegørelse for omstødelse i forbindelse med et løbende speditjonsforhold.

## 1. Speditørens panteret

Når det skal fastlægges, om der kan omstødes i et løbende speditjonsmellemværende - og i så fald i hvilket omfang - må der tages udgangspunkt i de enkelte elementer i bestemmelsen.

1) Det er således for det første nødvendigt at fastlægge, om pantet retten tilsiges, når en rammeaftale (der henviser til NSAB 2000, herunder § 14) må anses som vedtaget som grundlag for det løbende mellemværende eller på et senere tidspunkt, f.eks. når den enkelte transport aftales.

Spørgsmålet om en rammeaftales betydning er endvidere blevet drøftet i forbindelse med factoring: tilsiges pantet retten gennem løftet i den oprindelige factoringaftale om at overdrage de fremtidige fordringer, eller først på tidspunktet for de konkrete fakturaers overdragelse til factoringsselskabet.

Den oprindelige factoringaftales kreditskabende karakter peger på den første løsning. Da factoringsselskabet inden de enkelte låns udbetaling har krævet sikkerhed i de fremtidige fordringer, har denne sikkerhed typisk spillet en rolle for den løbende kredit.

Men en løs sammenhæng mellem en rammeaftale og den efterfølgende overdragelse kan tale for den sidste løsning, jfr. Bernhard Gomard: Skifteret, 2. udg. 1969, s. 236:

*”Forudsætter nye posters opståen i et forretningsmellemværende særlige nye handlinger, der ikke er en nødvendig følge af det grundlæggende kontraktsforhold mellem parterne, som f.eks. overgivelse af de enkelte fordringer til et factoring-selskab, må derimod hvert krav behandles for sig.”*

Sammenhængen mellem rammeaftalen og den efterfølgende overdragelse er i factoringforhold ikke så løs som forudsat hos Gomard (kundens forpligtelse til at overdrage fordringer til factoringsselskabet er typisk ganske indgående reguleret i den oprindelige factoringaftale), men kriteriet: ”nye handlinger, der ikke er en nødvendig følge af det grundlæggende kontraktsforhold”, afspejler omstødesreglernes formål.

Såfremt en dispositon foretages i henhold til en forudgående aftale,

der binder dispositionen, er den ikke (kun) påvirket af skyldnerens økonomiske situation, men ville formentlig under alle omstændigheder have fundet sted på samme måde. En sådan disposition bør derfor som udgangspunkt ikke omstødes.

Binder den forudgående aftale kun i begrænset omfang eller slet ikke dispositionen, er der derimod ikke nogen formodning for upåvirkethed. Der er snarere en formodning for det modsatte, såfremt dispositionen har fundet sted inden for en omstødelsesfrist.

Se Bet. 1971:606, s. 140, om begrundelsen for en større objektivisering: "Dispositionerne kan efter deres karakter i reglen kun forklares ved skyldnerens manglende betalingsevne og parternes kendskab hertil, og den hurtigt påfølgende konkurs giver en væsentlig bestyrkelse heraf."

Dette kan alt efter den forudgående aftales intensitet tale for at løsrive dispositionen fra aftalen og behandle den for sig.

Dette spørgsmål er ikke endeligt afklaret i retspraksis, men U 1959 678 SHD, U 1991 518 SHD og U 2002 1903 VLD (alle spediton) og U 1992 852 HD (et factoringlignende finansieringsarrangement) peger på den første løsning.

"Der ses her og i det følgende bort fra nettometoden. Såfremt denne metode anvendes, lægges der vægt på sikringsakten."

2) Det er endvidere nødvendigt at fastlægge tidspunktet for gældens stiftelse. Med udgangspunkt i den enkelte transportopgave kan gælden tænkes stiftet på flere forskellige tidspunkter: når der foreligger en endelig aftale om transporten (det almindelige obligationsretlige princip for fordringers stiftelse), efterhånden som transporten udføres og ved godsets udlevering til modtageren. Dette problem forfølges ikke nærmere, idet det i denne sammenhæng er tilstrækkeligt at konstatere, at gælden, selv om der foreligger en forudgående rammeaftale, stiftes i forbindelse med de enkelte transporter.

3) Det er endelig nødvendigt at fastlægge, om sikringsakten er foretaget uden unødigt ophold efter gældens stiftelse. Sikringsakten er i dette tilfælde rådighedsberøvelse. Såfremt godset skal sikre ikke-konnekse fordringer, skal speditøren således have fået rådigheden over godset uden unødigt ophold efter den ikke-konnekse fordrings stiftelse, d.v.s uden unødigt ophold efter den transport, der danner grundlaget for den ikke-konnekse fordring.

Formålet med dette led er dels at forhindre antedateringer og dels at fremme sikringsaktens offentliggørende funktion.

Dette kommer tydeligst frem i forarbejderne til det tilsvarende led (litra b) i den norske dekl. § 5-7. Se NOU 1972:20, s. 294, hvor der bl.a. anføres følgende: "Att rettsvernet ikke er blitt ordnet uden unødige opphold, kan imidlertid tyde på at panterrettens stiftelse er antedatert, og at den faktisk først er skjedd etter gjeldstiftelsen, kanskje umiddelbart før rettsvernet ble etablert. Slike svikaktige forsøk på å omgå regelen i litra a vil normalt rammes av litra b ..." og "Det moment av kunngjøring som ligger i tinglysning og andre rettsvernsakter, er av stor betydning fra et alminnelig kredittsynspunkt. Regelen i litra b vil virke som et press i retning av rask etablering av rettsvern."

Det fortolkes som udgangspunkt ganske restriktivt, jfr. bet. 1971:606, s. 156: "Ethvert ophold, selv kortvarigt, der ikke er nødvendiggjort af ekspeditionsgangen, må anses for unødigt."

Denne betingelse for omstødelse giver mening, når det pantsatte på tidspunktet for panterrettens tilsigelse eksisterer og kan sikres ved en sikringsakt, men det er vanskeligt uden videre at overføre den til et løbende mellemværende som det her behandlede.

Såfremt panterretten tilsiges, når rammeaftalen anses som vedtaget som grundlag for det løbende mellemværende, kan sikringsakten ikke foretages umiddelbart efter panterrettens tilsigelse. Den kan således ikke fungere som bevis for tidspunktet for panterrettens tilsigelse.

Det er endvidere det forretningsmæssige behov for transport, der som udgangspunkt vil styre det tidsmæssige samspil mellem de enkelte transporter. Det vil således - set ud fra et omstødesretligt synspunkt - være tilfældigt, om speditøren i forbindelse med en transport får rådighed over gods uden unødigt ophold efter en anden transport, der danner grundlaget for en ikke-konneks fordring.

Betingelsen giver således ikke mening i de her behandlede tilfælde, men efter ordlyden kan der omstødes, såfremt speditøren har fået rådighed over gods med unødigt ophold efter en ikke-konneks fordrings stiftelse.

Der er dog i retspraksis og i retsteorien fremkommet forskellige fortolkninger, der i større eller mindre omfang undtager speditørens panteret fra omstødelse. Disse fortolkninger er udtryk for et ønske om at regulere balancen i bestemmelsen, når en fortolkning i overensstem-

melse med det foregående opfattes som uhensigtsmæssig. Fortolkningerne kan opdeles i tre grupper:

- Panteretten efter NSAB § 14 sidestilles med en lovbestemt panteret.
- Der indfortolkes et krav om utilbørlighed i konkurslovens § 70.
- Ombytning af pant.

1) Den førstnævnte fortolkning har især spillet en rolle i Norge. Mads Henry Andenæs: Konkursret, 2. udg. 1999, s. 267 f., opfatter f.eks. panteretten efter NSAB § 14 som en legal sidevirkning knyttet til speditionsaftalen. Efter hans opfattelse kan panteretten således som udgangspunkt ikke omstødes efter dekningslovens § 5-7, idet der efter ordlyden skal foreligge en viljesakt fra skyldnerens side.

Han fraviger dog dette udgangspunkt, såfremt gods er sendt i sikringsøjemed, og såfremt vi er uden for området for traditionelle speditionsopgaver.

Sjur Brækhus: Omsetning og kreditt 2, Pant og annen realsikkerhet, 2. udg. 1994, s. 524, forholder sig derimod kritisk til en sådan fortolkning og henstiller, at "... forholdet mellom dl. § 5-7 og de legale sikkerhetsrettigheter tas opp til fornyet drøftelse når det gjelder "tilbakevirkende" sikkerheter av den art HR godtok i 1973-dommen [RT1973.967]. Partene er jo her gitt mulighet for å arrangere det slik at speditøren får inn et vareparti i de siste kritiske måneder før konkursen, og derved får sikkerhet for alle sine eldre spedisjonsregninger, som ellers bare ville kunne meldes som dividendekrav."

Denne kritik har sammenhæng med sontringen i det foregående mellem bundne og ubundne dispositioner. En ubundet disposition åbner mulighed for vilkårligt at tilsidesætte det konkursretlige lighedsprincip, og dette taler for at løsrive dispositionen fra det forudgående retsgrundlag og gøre den til mål for bedømmelsen efter konkurslovens § 70.

2) Det er især Niels Ørgaard, der har hævdet, at der skal indfortolkes et krav om utilbørlighed i konkurslovens § 70, jfr. nu Anders Ørgaard i Konkursret, 8. udg. 2002, s. 108, note 133, og s. 113, note 155. Højesteret er formentlig med dommen i U 1999 1797 HD på vej i den retning, og den samme tendens kan spores i retspraksis om speditionsforhold, jfr. U 1991 518 SHD og U 2002 1903 VLD.

Det centrale element i det omstødsesretlige utilbørligheds- eller

ordinærbegreb kan udtrykkes på følgende måde, jfr. Gertrud Lennander: Återvinning i konkurs, 2. udg. 1994, s. 241 f. om undtagelsen for ordinære betalinger i den til konkurslovens § 67 svarende bestemmelse:

”Utgangspunkten är således frågan, om betalningen skulle ha skett på samma sätt, ifall gäldenären inte hade haft några betalningssvårigheter eller, med andra ord, huruvida betalningen - efter en objektiv helhetsbedömning - förefaller ha påverkats av gäldenärens förestående konkurs. Den centrala frågan är, om betalningen avviker från det vanliga mönstret, från det normale och naturliga.”

Begrebet afspejler de grundlæggende hensyn bag omstødelsesreglerne. Det skaber således en ramme for afvejningen, som domstolene kan udfylde.

3) Panteretten efter NSAB § 14 er i et løbende speditorsforhold en håndpanteret i det gods, som efterhånden kommer under speditørens kontrol, eller sagt med andre ord: speditøren frigiver og modtager løbende pantsat gods.

Dette peger mod en ombytningsbetragtning, men det praktiske behov for panteretten efter NSAB § 14 bygger på et ønske om at opløse sammenhængen mellem sikkerheden og det sikrede. Speditøren skal have mulighed for at udlevere transporteret eller opbevaret gods uden at kræve samtidig betaling eller nyt gods og uden hele tiden at skulle samordne den løbende udlevering med den sikrede gælds størrelse.

Se om det praktiske behov herfor Per Ekelund: NSAB med kommentarer, 1991, s. 159 f.

Det forekommer på denne baggrund betænkeligt at anerkende en ombytningsbetragtning, der grundlæggende (med udgangspunkt i et krav om effektiv rådighedsberøvelse) bygger på et krav om kontrol og sammenhæng. Betragtningen bør således ikke slå igennem omstødelsesretligt, medmindre grundlæggende panteretlige betingelser om kontrol og sammenhæng er opfyldt (og så er panteretten formentlig uden større praktisk interesse).

Se Per Ekelund: a.st.: ”Anerkendes dette ikke, ville det føre til at speditøren kun nølende ville udlevere gods, og formålet med panteretten - at opnå afvikling af godsstrømmene, så produktion og salg ikke forhindres - ville da blive forskertset.”

## 2. Løbende Sikkerhedsstillelse

Det foregående kan bruges som afsæt for en mere bred beskrivelse, idet de behandlede fortolkningsproblemer går igen i forbindelse med andre former for løbende sikkerhedsstillelse.

Såfremt en panteret har rod i en forudgående rammeaftale, der er indgået inden gældens stiftelse, kan en senere disposition, der er sket i overensstemmelse med den forudgående aftale, ofte karakteriseres som ordinær. Dette kan tale for at lægge vægten på aftalen.

Men dette giver ikke altid en tilstrækkelig mulighed for at omstøde. En forudgående aftale, der ikke binder en efterfølgende disposition, åbner mulighed for kreditorbegunstigelse. Det er således nødvendigt at inddrage den efterfølgende disposition.

Såfremt den efterfølgende disposition er en sikringsakt, sker dette gennem kravet om sikringsaktens foretagelse uden unødigt ophold. Men dette led har et andet formål, og det vil derfor - som f.eks. i et løbende speditionsmellemværende - ramme tilfældigt og uden sammenhæng med hensynene bag omstødelsesreglerne.

Det er i visse tilfælde muligt at komme uden om dette problem. Sikringsakten kan i omstødelsesretlig sammenhæng opfattes som foretaget gennem en oprindelig disposition, f.eks. en forhåndsdenunciation, men dette fører blot tilbage til det første problem, idet der igen åbnes for kreditorbegunstigelse i forbindelse med den efterfølgende disposition.

Begreberne i bestemmelsen åbner således et vist spillerum for at nå frem til rimelige resultater, men en fortolkning inden for ordlydens rammer fører grundlæggende til enten et for snævert eller et for bredt anvendelsesområde.

Det er på denne baggrund nærliggende at overveje, om den EU-retlige regulering i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26EF af 19. maj 1998 om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer (finality-direktivet) og i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/47/EF af 6. juni 2002 om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse (collateral-direktivet) og dennes implementering forekommer mere hensigtsmæssig. Denne implementering er bl.a. møntet på omstødelse i forbindelse med løbende sikkerhedsstillelse.

### 3. Den EU-retlige regulering

Der blev med lov nr. 283 af 26. april 2000 om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. indført følgende bestemmelse i værdipapirhandelslovens § 57 b, stk. 1:

”Dispositioner, hvorved der stilles sikkerhed over for Danmarks Nationalbank, en clearingcentral, et betalingssystem registreret i henhold til § 57 a eller deltager i sådanne systemer, kan ikke omstødes efter konkurslovens §§ 70, stk. 1, eller 72, stk. 2. Omstødelse kan dog ske, såfremt

- 1) sikkerheden ikke er stillet uden unødigt ophold, efter at manglen på sikkerhed er opstået, eller
- 2) sikkerheden er stillet under sådanne omstændigheder, at den ikke fremstår som ordinær.”

Bestemmelsen (der i en lidt udvidet udgave viderefører den tidligere § 57, stk. 4) er møntet på sikkerhedsstillelse i forbindelse med clearing- og afviklingssystemer, jfr. nærmere om sådanne systemer Niels C. Andersens artikel ovenfor, og den gennemfører efter bemærkningerne (FT 1999-2000, Tillæg A, s. 3261) art. 9 i finality-direktivet.

Den danske implementering er på dette punkt ganske vidtgående set i forhold til kravene i direktivet. Bestemmelsen i art. 9 er formentlig rettet mod hindringer for sikkerhedens umiddelbare realisation gennem individualforfølgning. Det kan f.eks. være særlige tidsfrister eller krav om realisation gennem bobehandling. Se herom *Settlement finality in the European Union - The EU directive and its implementation in selected jurisdictions*, Edited by Marc Vereecken and Albert Nijenhuis, Kluwer Legal Publishers, 2003, s. 60 f.

Bestemmelsen har - uanset om den er EU-retligt forankret - interesse, idet den regulerer løbende sikkerhedsstillelse på en anden måde.

Den lægger vægten på sikkerhedens stillelse, d.v.s. sikkerhedens faktiske etablering, jfr. FT 1997-98, Tillæg A, s. 1112:

”Det foreslås derfor, at det ikke skal være muligt at omstøde visse former for sikkerhedsstillelse, nemlig de såkaldte marginindbetalinger i betalings- og afviklingssystemer efter reglen i konkurslovens § 70, stk. 1. Disse marginindbetalinger kan erlægges i kontanter, værdipapirer eller etableres på anden måde, f.eks. ved indgåelse af repoforretninger.”

og det centrale kriterium for omstødelse er ordinærbegrebet, idet det første led i bestemmelsen er et eksempel på en i denne sammenhæng praktisk vigtig ordinærbetragtning.

Sml. forarbejderne (lovforslag L 11, s. 31) til værdipapirhandelslovens § 58 l (der omtales efterfølgende): "Man kan ... anføre, at sikkerhedsstillelse for markedsbetingede ændringer, der er aftalt på forhånd, og som gennemføres, så snart man har kunnet konstatere, at betingelserne for, at der kan kræves sikkerhed, er opfyldt, er en ordinær disposition, der ikke bør omfattes af konkurslovens § 70." Både værdipapirhandelslovens § 57 b, stk. 1, 1. led, og § 58 l er således udtryk for en konkretiseret ordinærbetragtning.

Der er endvidere med lov nr. 1171 af 19. december 2003 om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. indført følgende bestemmelse i værdipapirhandelslovens § 58 l:

"En aftale om finansiel sikkerhedsstillelse kan indeholde bestemmelse om, at parterne er forpligtede til at stille sikkerhed eller supplerende sikkerhed for ændringer i værdien af sikkerheder eller finansielle forpligtelser omfattet af aftalen, hvis ændringerne er indtrådt efter aftalens indgåelse og skyldes markedsbetingede forhold.

Stk. 2. Såfremt sikkerhed stillet i henhold til stk. 1 er stillet uden unødigt ophold efter, at kravet på sikkerhed kunne gøres gældende i henhold til aftalen, kan sikkerheden ikke omstødes efter konkurslovens § 70 eller § 72. Omstødelse under de i konkurslovens § 72 anførte betingelser kan dog ske, hvis sikkerhedsstillelsen under hensyn til omstændighederne konkret ikke fremstod som ordinær."

Bestemmelsen gennemfører art. 8.3 i collateral-direktivet:

"Hvis en aftale om finansiel sikkerhed omfatter:

a) en forpligtelse til at stille finansiel sikkerhed eller supplerende finansiel sikkerhed for at tage hensyn til ændringer i værdien af den finansielle sikkerhed eller i størrelsen af de relevante finansielle forpligtelser,  
...

Sikrer medlemsstaterne, at etableringen af finansiel sikkerhed, supplerende finansiel sikkerhed ... i henhold til en sådan forpligtelse ... ikke anses for ugyldig, ikke kan omstødes og ikke kan annulleres alene på det grundlag ...

ii) at de relevante finansielle forpligtelser blev pådraget forud for datoen for etableringen af den finansielle sikkerhed, den supplerende finansielle sikkerhed ..."



Sikkerheden opdeles i art. 8.3 i to elementer: aftalen og sikkerhedsstillelsen (sikkerhedens etablering).

En aftale om finansiel sikkerhed kan efter definitionen i art. 2.1.a indgå som et led i en mere generel aftale, og det kan efter sammenhængen i art. 8.3 være en rammeaftale, der regulerer et løbende finansieringsarrangement.

Beskyttelsen retter sig ikke mod denne aftale. Direktivet beskytter således ikke en aftale om sikkerhed for ældre gæld.

Dette markeres i VPHL § 58 l, stk. 1, med ordene "hvis ændringerne er indtrådt efter aftalens indgåelse", jfr. lovforslag L 11, s. 31: "stk. 1 præciserer, at bestemmelsen alene omfatter ændringer, der er opstået efter indgåelsen af den aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, der forpligter sikkerhedsstiller til at stille sikkerhed for markedsforårsagede ændringer. Al sikkerhed for gæld, der eksisterer på tidspunktet for aftalens indgåelse, vil således kunne omstødes efter konkurslovens § 70 ...".

Sikkerhedens etablering beskyttes derimod i visse tilfælde mod omstødelse. Begreberne "stille" og "etablere" finansiel sikkerhed defineres i art. 2.2: sikkerheden bringes gennem levering, overdragelse, besiddelse eller på anden måde i sikkerhedshaverens besiddelse eller under dennes kontrol.

Definitionen hviler på parlamentets ændringsforslag 11, der blev begrundet således: "It is important to make clear that for financial collateral to fall within the scope of the Directive, there must be disposition."

Det er formentlig formålet med definitionen smh.m. art. 1.5 at holde sikkerhedsformer, der under forløbet kan have en mere obligationsretlig karakter (f.eks. det engelske floating charge), uden for direktivets anvendelsesområde.

England har i forbindelse med the Financial Collateral Arrangements (No 2.) Regulations 2003 udnyttet denne mulighed, jfr. herom et høringsdokument fra the Treasury Departement fra juli 2003: "... the draft regulations do not apply to floating charges before the charge has crystallized and some control over the collateral has passed to the charge holder."

Der er således ikke nødvendigvis sammenfald mellem etableringen og den relevante sikringsakt, men det vil formentlig ofte være tilfældet, sml.

direktivets betragtning 9 og Ds 2003: 38, Finansiella säkerheter, s. 123, der i forbindelse med art. 2.2 taler om "det sakrættslige momentet av tradition, denuntiation eller registrering".

Etableringen skal have rod i en aftale om finansiel sikkerhed, der holder sig inden for rammerne i art. 8.3.a, og en sådan etablering beskyttes mod omstødelse alene på det grundlag, at sikkerheden etableres efter gælden.

Den første betingelse fortolkes ganske restriktivt i forbindelse med den danske implementering, idet denne - både når det gælder sikkerheden og de sikrede fordringer - alene er rettet mod markedsbetingede ændringer, jfr. lovforslag L 11, s. 31:

*"Bestemmelsen gennemfører collateral-direktivets artikel 8, stk. 3, litra a, om sikkerhedsstillelse for gældsudvidelser, der skyldes markedsforårsagede ændringer i værdien af sikkerheder eller fordringer. Bestemmelsen dækker således kun øget kreditrisiko som følge af for eksempel renteændringer og ændringer i kurser på værdipapirer og valuta, mens ændringer, der skyldes sikkerhedsstillers kreditværdighed, ikke er omfattet."*

Direktivet opstiller efter ordlyden (hensyn til ændringer i værdien af den finansielle sikkerhed eller i størrelsen af de relevante finansielle forpligtelser) ikke direkte et krav om markedsbetingethed. Formuleringen en ændring i den finansielle sikkerheds værdi peger ganske vist nærmest mod en markedsbetinget ændring, men en ændring i de relevante finansielle forpligtelsers størrelse kan opfattes mere bredt.

Såfremt direktivets beskyttelse omfatter ændringer i de sikrede fordringers størrelse, der ikke er markedsbetingede, kan dette få betydning i forbindelse med f.eks. en kassekredit. En bank og en kunde kan indgå aftale om en løbende opgørelse med krav om supplerende finansiel sikkerhedsstillelse. Selv om det i et sådant tilfælde er et øget træk på kassekrediten, der udløser den supplerende sikkerhed, kan den herefter ikke omstødes alene på det grundlag, at sikkerheden etableres efter gælden. Nettometoden kan i så fald ikke - som den gør i dag - stå alene, idet den alene bygger på dette kriterium.

En formålsfortolkning med udgangspunkt i direktivets betragtning 16, der taler om "mark-to-market beregninger af den aktuelle markedsværdi af krediteksponeringen og værdien af den finansielle sikkerhed", støtter en restriktiv fortolkning. Men denne betragtning er knyttet til de

finansielle markeder og har måske ikke uden videre samme gennemslagskraft for det bredere anvendelsesområde, som direktivet fik i sidste ende.

Se om direktivets anvendelsesområde Økonomi- og Erhvervsministeriets arbejdsgruppes rapport om gennemførelse af direktivet om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse i dansk ret, s. 17 ff.

Det påpegedes udtrykkeligt i Kommissionens forslag (KOM (2001) 168, s. 10), at sikkerhedsstillelse for ændringer i sikkerhedsstillerens kreditværdighed ikke beskyttes.

Parlamentets ændringsforslag 16 om at tilføje "a change in the credit rating of the collateral provider" i art. 8.3.a findes ikke i det endelige direktiv. Denne ændring skulle under alle omstændigheder alene omfatte "credit-related top-up provisions specifically linked to an objective and verifiable downgrading by a rating agency."

Men en sådan ændring påvirker netop heller ikke sikkerhedens værdi eller de sikrede fordringers størrelse.

Såfremt der tages udgangspunkt i den danske implementering (der ikke umiddelbart åbner mulighed for fortolkning på dette punkt), har værdipapirhandelslovens § 58 l (ligesom § 57 b, stk. 1) et begrænset anvendelsesområde.

Men den EU-relige regulering og den danske implementering på dette område peger i en retning, der bør inddrages i mere generelle overvejelser om omstødelse i forbindelse med løbende sikkerhedsstillelse: en bevægelse fra en skarp bestemmelse mod en mere skønspræget bestemmelse bygget på ordinærbetragtninger rettet mod sikkerhedsstillelsen (sikkerhedens etablering).

Sikkerhedens etablering er ikke nødvendigvis sammenfaldende med sikringsakten, men må i denne sammenhæng opfattes som den disposition, der aktualiserer sikkerheden.

#### 4. Pant i tingsindbegreb

En panteret i tingsindbegreb er i denne sammenhæng en panteret i en mængde aktiver, der veksler over tid, idet pantsætteren som udgangspunkt bevarer rådigheden over det pantsatte. Sikringsakten kan i for-

bindelse med aftalen om panteret i de fremtidige aktiver foretages gennem en enkelt disposition, f.eks. en registrering.

En sådan panteret opfattes naturligt som en helhed. Det er i så fald den oprindelige aftale og den i forbindelse hermed foretagne sikringsakt, og ikke panterettens efterfølgende materialisering, der tillægges omstødelseretlig betydning. Dette er som nævnt i afsnit 2 ikke nødvendigvis hensigtsmæssigt, idet det kan åbne for vilkårlighed i forbindelse med dispositioner, der indgår som et led i den efterfølgende materialisering.

En bestemmelse rettet mod enhver ikke kreditskabende sikkerhedsforøgelse rammer omvendt for bredt. Dette kan illustreres gennem norsk ret.

Falkanger-udvalget foreslog i NOU 1993:16, Etterkontroll av konkurslovgivningen m.v., s. 124 og s. 179, følgende bestemmelse:

“Økning i verdien av et pantsatt objekt kan omstøtes dersom verdiøkningen:

- a) har skjedd senere enn tre måneder før fristdagen,
- b) er vesentlig sett i forhold til pantets verdi og
- c) ikke er forårsaket av midler stilt til disposisjon av panthaveren uten tilleggsikkerhet i debitors eiendeler.”

Den var møntet på pant i tingsindbegreb, og “... et svært praktisk eksempel kunne være utvidelse av varelageret eller massen av kundefordringer ...”.

Den skulle også ramme dispositioner, der klart ikke kan karakteriseres som utilbørlige: “En verdiøkning i perioden rett forut for konkursen kan imidlertid også komme overraskende på pantekreditor. Markedsforholdene kan f.eks. bli vesentlig forbedret. Verdiøkningen utgjør da ofte en tilfeldig og uventet fordel for panthaver.”

Begrænsningene lå i b-c. Der var etter udvalges bemerkninger tale om en undtagelsesregel, jfr. kravet om væsentlighet, og der kunne ikke omstødes, hvis en i øvrigt usikret kredittilførsel modsvarede værdiforøgelsen.

Dette forslag blev kraftigt kritiseret i høringsrunden, og Justisdepartementet tilsluttede sig til dels denne kritik, jfr. Ot.prp.nr.26 (1998-99), s. 155 ff. Det bemærkedes generelt, at “... forslaget innebærer en for sterk svekkelse av panthavers stilling. Man finner det urimelig at en panthaver skal bære den fulle risikoen for reduksjoner i pantets verdi, men ikke samtidig nyte godt av en eventuell verdiøkning de siste tre

månedene før fristdagen." Der var endvidere efter høringsinstansernes opfattelse bl.a. ikke taget højde for samspillet mellem forskellige panterettigheder (selv om der forelå et værdifald for et varelagerpant, kunne en tilsvarende værdiforøgelse for et factoringpant omstødes), og c byggede på et krav om årsagssammenhæng, der kun vanskeligt kan håndteres i praksis. Forslaget blev således ikke gennemført.

Dette kan i overensstemmelse med det foregående pege mod en mere skønspregt bestemmelse bygget på ordinærbetragtninger rettet mod sikkerhedsstillelsen (sikkerhedens etablering).

Men det kan i forbindelse med pant i tingsindbegreb være vanskeligt at operere med sikkerhedens etablering, idet pantsætteren som udgangspunkt bevarer rådigheden over det pantsatte. Der sker således ikke en løbende levering, overdragelse m.v.

Såfremt der tages udgangspunkt i en panteret i de til enhver tid værende fordringer, er det således snarere panterettens tiltrædelse, der træder i forgrunden. Retspraksis vedrørende det norske factoringpant, jfr. Pantel. § 4-10, kan illustrere dette.

En bank havde i Rt 2001.1136 som sikkerhed for mellemværendet mellem banken og en kunde bl.a. factoringpant. En kassekredit blev nedbragt i perioden frem til konkursen. Boet ville omstøde efter de til KL §§ 67 og 74 svarende bestemmelser, men banken havde bl.a. følgende indsigelse baseret på factoringpantet: Banken havde gennem factoringpantet panteret i "alle enkle pengekrav bedriften har eller i fremtiden vil få i sin næringsvirksomhet." Disse fordringer skulle i henhold til aftalen løbende indbetales på kassekreditten. Den løbende indbetaling berigede således ikke banken, idet den var udtryk for en fyldestgørelse gennem en uomstødelig panteret (det blev ikke bestridt, at panteretten ikke kunne omstødes).

Den førstvoterende - de øvrige dommere tilsluttede sig alle førstvoterende på det i det følgende behandlede punkt - formulerede det således: "Spørsmålet er om innbetalingene til kassakredittkontoen kan ses som en form for tiltredelse av pantet, som medfører at banken allerede på dette tidspunkt har oppnådd pantedekning ... Det avgjørende må her være om fortrinnsretten inntreir allerede ved innbetaling av fordringene på kassakredittkontoen, eller om det kreves noe mer fra bankens side."

Rådigheden over de pantsatte fordringer overgår ved factoringpant som udgangspunkt til panthaveren, jfr. panteloven § 4-10 tredje ledd, jfr. § 4-6 første ledd, men bestemmelsen kan fraviges. Pantsætteren skulle i det her behandlede tilfælde oppebære fordringerne indtil videre, men panthaver havde f.eks. ved misligholdelse "rett til å tre inn som kreditor etter de pantsatte krav ved underretning til debitorerne, og å motta og inndrive kravene til dekning av sitt mellomværende med pantsetter."

Banken indtrådte ikke på denne måde, og det blev afgørende: "Etter mitt syn må det her kreves overgang fra sikringsstadiet til dekningsstadiet. Før banken gjør sin panterett gjeldende, er det lite naturlig å si at det er en pantedekning banken opnår. Den næringsdrivende har fortsatt rådigheten over de innbetalte beløp, og verdien av et factoringpant varierer over tid. Att innbetalinger etter avtale skal gå inn på kassakredittkontoen, kan etter min mening ikke være avgjørende."

Der var efter Højesterets opfattelse først tale om fyldestgørelse gennem en panteret, når banken havde tiltrådt pantet gennem underretning til debitorerne. Dette er efterfølgende blevet kritiseret, idet fyldestgørelse ikke kræver en særlig form for tiltrædelse, jfr. Thor Falkanger i LoR 2002 s. 574 f., og Jens Edvin A. Skoghøy: Panteloven med kommentarer, 2. udg., 2003, s. 444 f. Den sidstnævnte betragter på følgende baggrund Højesterets afgørelse som "en glipp":

"Dekning skjer ved at panthaveren på de betingelser som måtte være fastsatt i avtalen mellom ham og pantsetteren, "tiltrer pantet", dvs. at panthaveren gir melding til pantsetteren om at han overtar kreditorbeføyelserne for pantsatte krav ... Når panthaverens melding om at han har tiltrådt pantet, er kommet frem til pantsetteren, får panthaveren i forhold til pantsetteren rett til å kreve inn de krav som omfattes av pantet, og fra det samme tidspunkt er pantsetteren ubetinget til å motta oppgjør for kravene ...".

Denne kritik er allerede fulgt op i en dom fra Oslo tingrett (Det følgende bygger på referatet på det norske konkursråds hjemmeside [www.konkursradet.no](http://www.konkursradet.no)).

Her tiltrådte banken pantet gennem meddelelse til pantsætter den 22. okt. 2001 og underrettede debitorerne den 2. nov. 2001. Der indgik i den mellemliggende periode ca. 600.000 kr. på kassekreditten, og boet søgte denne nedbringelse omstødt som en omstødelig betaling. Den i sagen foreliggende aftale om factoringpant sidestillede ikke - som i Rt 2001.1136 - tiltrædelse med underretning til debitorerne. Tiltrædelse var herefter sket den 22. okt. 2001, og der kunne derfor ikke omstødes.

En panteret i tingsindbegreb indebærer således i forbindelse med omstødelsesreglerne en række særlige problemer. Det skal ikke forfølges nærmere her, idet disse problemer har en nær sammenhæng med panterettens nærmere udformning, og derfor bør undersøges i sammenhæng

med de forslag, som virksomhedspanteudvalget skal fremkomme med inden december 2004.

## 5. Sammenfattende betragtninger

Bestemmelsen i konkurslovens § 70 har i forbindelse med løbende sikkerhedsstillelse ikke fundet en hensigtsmæssig balance mellem de hensyn, der bærer omstødelsesreglerne.

Det er nærliggende at søge denne balance ændret gennem en ordinærreservation. Det er enkelt, og en sådan tilføjelse afspejler de grundlæggende hensyn bag omstødelsesreglerne.

Dette svarer til udviklingen i svensk ret. Bestemmelsen i 4 kap. 12 § konkurslagen blev ændret i 2002. Det væsentligste element i bestemmelsen har herefter følgende indhold: "Har gäldenären senare än tre månader före fristdagen överlämnat en säkerhet, och var säkerheten inte betingad vid skuldens tillkomst eller blev den inte överlämnad utan dröjsmål efter skuldens tillkomst, går säkerställandet åter, om det inte med hänsyn till omständigheterna ändå kan anses som ordinärt." Denne ændring var baseret på betragtninger, der på en række punkter svarer til de foregående betragtninger, jfr. Ds 1998: 40 Översyn av vissa bestämmelser i konkurslagen m.m. og Prop. 2001/02: 57 Återvinning av säkerhet i konkurs.

Men en sådan tilføjelse viderefører de grundlæggende elementer i bestemmelsen, og disse elementer afspejler kun i et vist omfang nutidige finansieringsformer.

Der er derfor et behov for mere gennemgribende ændringer i en bestemmelse, der er ganske væsentlig, idet den indirekte kan styre finansieringsmønstre og dermed - såfremt den er uhensigtsmæssigt udformet - kan hæmme den erhvervsmæssige finansiering.

Der er i det foregående ikke grundlag for et samlet forslag til en hensigtsmæssig udformning, men der kan peges på nogle mulige ændringer.

Det andet led (sikringsaktens foretagelse uden unødigt ophold efter gældens stiftelse) kan i en række tilfælde ikke varetage en bevismæssig funktion, og det vil i et vist omfang føre til en tilfældighedspræget mulighed for at omstøde.

Det er under alle omstændigheder muligt, at der generelt ikke er noget større praktisk behov for en sådan bevissikring.

Det er særligt Jesper Berning, der har fremført dette synspunkt. Se TfR 1975.21, særligt s. 57-70, hvor han ved en gennemgang af domspraksis for perioden 1924-1973 søger at påvise, at tidspunktet for aftalen om en panteret ikke i praksis er genstand for bevistvivl.

Det forekommer på dette grundlag nærliggende at fjerne dette led fra bestemmelsen til fordel for en bevisbyrde-regel.

Se i samme retning Jesper Berning: Omsætningsformue som kreditsikring, 1973, s. 120 f.

Når der er tale om løbende sikkerhedsstillelse peger den EU-retlige regulering og dens implementering mod en mere skønspræget bestemmelse bygget på ordinærbetragtninger rettet mod sikkerhedsstillelsen (sikkerhedens etablering).

Denne tendens kan formentlig bruges som skitse for en mere generel bestemmelse om omstødelse i forbindelse med løbende sikkerhedsstillelse, idet den løser de problemer, der peges på i afsnit 2. Den rammer sikkerhedens etablering (hvor der typisk foreligger mulighed for kreditorbegunstigelse), men ikke enhver sikkerhed, der ikke etableres senest samtidig med gældens stiftelse (d.v.s. ikke den ordinære sikkerhedsstillelse), og den inddrager en forudgående rammeaftale gennem ordinærvurderingen.

Men denne skitse kan ikke uden videre overføres til enkeltstående sikkerhedsstillelse eller til pant i tingsindbegreb. Disse spørgsmål bør således undersøges særskilt med henblik på at skaffe det nødvendige grundlag for at ændre konkurslovens § 70.



Advokat (L) Vibeke Krag, Eversheds Advokataktieselskab  
Ph.d.-stipendiat Andreas Tamasauskas, Center for kreditret  
og kapitalmarkedsret.

# Securitisering i Danmark

## Udvalgte juridiske problemstillinger

### 1. Indledning

Igennem de senere par år har det danske obligationsmarked gennemgået en markant udvikling. Om end antallet af noterede obligationer og volumen har været konstant eller direkte faldende<sup>1</sup> de sidste par år, er der sket en udvikling med hensyn til, hvilke typer af obligationer der udbydes. Således er der efterhånden opstået en hel ny gruppe af obligationer – de såkaldte *Asset Backed Securities*. Fælles for denne gruppe af obligationer er, at indfrielsen – og efter omstændighederne også renteforpligtelsen – er sikret via pant i en eller flere underliggende aktiver. Dermed adskiller obligationerne sig dels fra statsobligationerne, der traditionelt ikke har været udstedt med sikkerhed i bestemte aktiver, og dels fra erhvervsobligationerne, der ligeledes alene er blevet udstedt med et personligt gældsansvar for udstederen, evt. med en garanti fra et moderselskab.

Nyhedsværdien af disse *Asset Backed Securities* kan dog diskuteres henset til det forhold, at det danske realkreditsystem efterhånden har eksisteret i 150 år.<sup>2</sup> Når det alligevel anføres, at udstedelsen af pantsikrede obligationer i Danmark er et forholdsvis nyt fænomen, skyldes

- 
1. Således har antallet af obligationer været forholdsvis konstant i perioden 1998 – 2002 med 2.439 i 1998 og 2.289 i 2002. Derimod er volumen målt på totalomsætningen (målt på kursværdi) faldet fra 8.152 mia. kr. i 1998 til 5.858 mia.kr. i 2002. En del af forklaringen på dette fald skyldes dog den usædvanlige store aktivitet i 1998 grundet konverteringsbølgen.
  2. Den første danske kreditforening blev ganske vist efter tysk forbillede oprettet i 1797, men en egentlig lovregulering af realkreditsystemet fandt først sted ved vedtagelsen af den første kreditforeningslov i 1850, om end denne var meget sporadisk i sin regulering af kreditforeningerne.

dette, at disse obligationer ikke har meget tilfælles med realkreditobligationerne, når der ses bort fra det forhold, at de begge er pantekredite. Udover forskelle med hensyn til de underliggende aktiver er der tillige forskelle mellem de to former for transaktioner med hensyn til selve den struktur, der ligger til grund for transaktionen. Blot indledningsvis kan det nævnes, at mens ejeren af en realkreditobligation alene har den sikkerhed for betaling, der ligger i balanceprincippet og realkreditlovgivningen generelt og således ikke direkte har sikkerhed i det underliggende aktiv, er dette anderledes for indehaveren af Asset Backed Securities. Her vil transaktionen ofte være struktureret på en sådan måde, at de underliggende aktiver, som oftest enten simple eller negotiable fordringer, er pantsat til fordel for ejerne af de udstedte obligationer.

Det er et fællestræk for alle Asset Backed Securities, at disse er resultatet af en securitisering, hvorved der forstås en proces, i hvilken fordringer i bred forstand omdannes til omsættelige værdipapirer i form af forskellige gældsinstrumenter, det være sig obligationer, commercial papers etc.<sup>3</sup>

Emnet for nærværende artikel vil i den forbindelse være denne proces, samt hvilke problemer den måtte give anledning til i Danmark. Det skal dog allerede nu bemærkes, at det ikke er hensigten med artiklen at give en generel introduktion til begrebet securitisering eller fremkomme med et komplet paradigme for en hensigtsmæssig transaktionsstruktur. Det er umiddelbart vort indtryk, at langt størstedelen af de mere praktiske problemer ved securitisering, i henhold til dansk ret, allerede har fundet en løsning. I stedet har vi valgt at fokusere på en række mere overordnede problemstillinger, som er relevante i forbindelse med gennemførelsen af danske securitiseringstransaktioner. De problemstillinger, vi har valgt at tage op i denne artikel, knytter sig primært til to områder inden for securitisering.

Det ene område vedrører en række *formueretlige problemstillinger*. Den centrale problemstilling er her hvorledes originatoren på en hensigtsmæssig måde kan overdrage en hel portefølje af fordringer til det formålsbestemte selskab. Udover at der i selve overdragelsesaftalen må tages stilling til, hvorledes evt. mangler ved det overtagne skal håndteres, må der tillige tages stilling til, om der alene skal overdrages alle-

---

3. På engelsk "securities" heraf navnet securitisering. På svensk betegnes processen som "värdepapperisering" altså en værdipapirering af et antal underliggende aktiver.

rede eksisterende fordringer eller om der tillige kan inddrages endnu ikke opståede fordringer. Dernæst må det tillige overvejes, hvorledes det formålsbestemte selskab på en administrativ let måde kan iagttage den relevante sikringsakt – en overvejelse der primært gør sig gældende i forbindelse med overdragelse af simple fordringer. En mulig løsning i form af at overlade det til originatoren at forestå denunciation og i øvrigt mere generelt at administrere fordringerne undersøges, og der gives anvisninger på, hvilke kontrolforanstaltninger der bør udøves, såfremt transaktionen ikke skal underkendes.

En anden problemstilling, der undersøges, er, hvorledes de underliggende aktiver kan pantsættes til fordel for en klart defineret, men efter omstændighederne ganske omfattende gruppe af obligationsejere. Forskellige modeller med pantsætninger via forskellige mellemmand undersøges og vurderes i forhold til dansk ret. I tilknytning hertil undersøges det tillige, hvorledes obligationsejerne mere generelt kan udøve deres beføjelser over for det formålsbestemte selskab evt. via en fælles repræsentation.

Det andet område vedrører primært en række *tilsynsmæssige problemstillinger*. Først og fremmest undersøges forholdet mellem regulering efter reglerne om sparevirksomheder i Lov om Finansiell Virksomhed (LFV) § 334 og grænsedragningen til egentlig pengeinstitutvirksomhed og den deraf følgende regulering. Der argumenteres i artiklen for, at grænsen til pengeinstitutvirksomhed efter omstændighederne kan være flydende, men at der findes visse indikatorer for hvornår der foreligger pengeinstitutvirksomhed og hvornår der ikke gør.

Dernæst gøres der rede for den nærmere klassifikation af de udstedte securitisationprodukter både i relation til Lov om værdipapirhandel<sup>4</sup> (VPHL), men også i relation til de placeringsregler der finder anvendelse for en række institutionelle investorer. Omfanget af den såkaldte afsmittende virkning fra de underliggende aktiver undersøges i den forbindelse.

I overensstemmelse med ovenstående, vil de nævnte problemer blive behandlet i anførte rækkefølge. Vi har dog indledningsvis fundet det hensigtsmæssigt kort at definere hvad vi forstår ved securitisation og beskrive det grundlæggende set-up.

---

4. Lbkg. nr. 587 af 9. juli 2002 med senere ændringer.

## 2. Securitisation – et overblik

### 2.1 Definition

Begrebet securitisation ses anvendt i flere forskellige betydninger. For det første ses begrebet securitisation anvendt som en betegnelse for den udvikling, der i de senere år er observeret hen imod en øget anvendelse af omsættelige gældsinstrumenter i virksomhedernes finansiering.<sup>5</sup> Securitisation i denne forstand er udtryk for en *disintermediation* proces, hvor kredittageren i øget omfang ikke søger finansiering i bankerne, men derimod henter kapital direkte på kapitalmarkedet. I den dansk-sprogede litteratur er denne form for begrebsanvendelse blevet betegnet som securitisation i vid forstand.<sup>6</sup>

For det andet anvendes begrebet om en proces, hvorved fordringer i bred forstand omdannes til omsættelige værdipapirer i form af obligationer, commercial papers etc. Denne form for securitisation, der kan betegnes som securitisation i snæver forstand, resulterer i udstedelsen af værdipapirer benævnt asset backed securities (ABS). Det karakteristiske ved ABS er, at erhververne af disse værdipapirer får pant i de underliggende aktiver, således at de er garanteret tilbagebetaling af hovedstol og renter i det omfang det underliggende pant rækker til, mens de til gengæld oftest må give afkald på, at gøre et personligt gældsansvar gældende mod udstederen af disse obligationer.<sup>7</sup> Denne form for securitisation, der danner grundlag for nærværende artikel, forekommer i to forskellige varianter.

Den *første* variant er kendetegnet ved, at initiativtageren til transaktionen (originatoren) – typisk en erhvervsvirksomhed – overdrager en portefølje af fordringer til et formålsbestemt selskab. Formålet med overdragelsen vil som regel være at frigøre den likviditet, fordringerne indeholder; efter omstændighederne tillige at foretage en balancetilpasning, om end effekten af en sådan tilpasning kan være tvivlsom.<sup>8</sup> De

---

5. Jf. således *Graaf*: Issues of Euromarket Securities and Syndicated Eurocurrency Loans (1991), s. 28, *Achleitner*: Handbuch Investment Banking (2.udg. 2000) s. 413.

6. Jf. således *Lynge Andersen & Werlauff*: Kreditretten (3.udg. 2000) s. 242 samt Werlauff i U 1996 B.159.

7. Udelukkelsen af et personligt gældsansvar er næppe afgørende for, om den konkrete transaktion er at betragte som en securitisation eller ej. Imidlertid viser en gennemgang af 3 danske securitisations, at udstederen i alle de tre tilfælde har valgt at fraskrive sig dette personlige gældsansvar.

8. Jf. således *Tamasauskas*: Securitisation – en oversigt, i *Lynge Andersen (red.): Kreditrettens udvikling* (2003) s. 192 ff.

fordringer, der overdrages, kan være af vidt forskellig karakter. Der kan således både være tale om simple fordringer, eksempelvis en portefølje af fakturafordringer eller der kan være tale om negotiable fordringer fx i forbindelse med overdragelsen af en pantebrevsportefølje, der giver pant i fast ejendom, hvorfor de i det følgende vil blive betegnet samlet som "de underliggende aktiver"

Selve overdragelsen kan både være til eje og til sikkerhed.<sup>9</sup> Det formålsbestemte selskab vil finansiere erhvervelsen af disse underliggende aktiver gennem udstedelse af et antal obligationer. Rente og afdragsbetalinger på de udstedte obligationer vil herefter ske på baggrund af de cash flows, de underliggende aktiver genererer. Selve de underliggende aktiver vil desuden være pantsat til fordel for obligationsejerne.

Denne form for securitisation er kendetegnet ved, at det er kredittageren og dennes likviditetsbehov, der er det centrale i transaktionen. Dette er naturligvis ikke ensbetydende med, at der ikke også må tages hensyn til hvilke præferencer investorerne har ved den nærmere udformning af securitisation obligationerne, men fokus er på selve kredittageren.

I modsætning hertil står den *anden* form for securitisation, der undertiden betegnes som en repackaging. I en repackaging er det ikke originatorens behov der er det centrale, men derimod de potentielle investorers præferencer. Formålet med transaktionen vil ikke være at fremskaffe likviditet, men derimod at skabe en ny type værdipapirer, der tilgodeser investorernes præferencer, og som ikke umiddelbart kan erhverves direkte på kapitalmarkedet. Med henblik på at nå dette mål, vil det formålsbestemte selskab erhverve et finansielt aktiv, som oftest obligationer, omstrukturere disse<sup>10</sup> og på baggrund af denne portefølje udstede nye obligationer, der tilgodeser investorernes præferencer, dette være sig i form af aktie-indekserede obligationer, valuta-indekserede obligationer, nul-rente-obligationer etc.

I en repackaging optræder der således ikke en egentlig originator med et likviditetsbehov. Initiativtageren til transaktionen vil derimod ofte være en finansiell institution, der ønsker at tilvejebringe en profit ved at

9. En overdragelse til sikkerhed vil ofte være relevant i de tilfælde, hvor et salg af fordringer skattemæssigt vil udløse realisationsbeskatning, som virksomheden ikke umiddelbart kan absorbere i sin øvrige skatteplanlægning.

10. Enten ved at adskille rente og afdragsbetalinger fra disse obligationer og sammensætte dem på en ny måde og/eller ved at erhverve en eller flere finansielle instrumenter, der herefter kobles sammen med obligationerne.

tilbyde sådanne ydelser til andre finansielle aktører. Uagtet at disse i realiteten selv kunne foretage transaktionen ved at erhverve de relevante underliggende aktiver og finansielle instrumenter på egen hånd, vil det ofte være fordelagtigt, at dette sker på standardiseret vis i større enheder med henblik på at fordele de forholdsvis store faste omkostninger ved transaktionens gennemførelse.

Det forhold, at fokus ikke er det samme sted ved de to transaktioner har til en vis grad betydning for de problemer, der måtte opstå. Ved den første – kredittager-orienterede – securitisation er et af problemerne, hvorledes man på en administrativ praktisk måde denuncierer et stort antal debitorer, samt om man efter omstændighederne kan befuldmægtige originatoren til at varetage inkassationen af fordringerne. Dette forhold har derimod næppe den store betydning i forbindelse med repackagings, givet karakteren af de underliggende aktiver. Derimod vil et af problemerne ved repackagings være, hvorledes de udstedte securitisation obligationer skal klassificeres, idet denne klassifikation er afgørende for, i hvilket omfang diverse institutionelle investorer kan investere i disse.

Endelig er visse problemer fælles for de to securitisation typer, eksempelvis hvorledes obligationsejerne skal repræsenteres.

I det følgende behandler vi begge varianter af securitisation og de problemer, de måtte give anledning til. Vi vil ikke som udgangspunkt skelne mellem de to varianter, når vi anvender securitisation begrebet. I de tilfælde, hvor en sådan skelnen er nødvendig, vil vi betegne den første variant som rendyrket securitisation og den anden variant som en repackaging.

## 2.2 Struktur

Strukturen af en given securitisation transaktion varierer i sagens natur fra transaktion til transaktion, bl.a. under hensyntagen til hvem der udarbejder den fornødne dokumentation, i henhold til hvilket lands ret transaktionen gennemføres samt hvem de potentielle investorer forventes at være. Tages der imidlertid udgangspunkt i rent danske securitisations, dvs. transaktioner hvor det formålsbestemte selskab er et dansk selskab, vil den grundlæggende transaktionsstruktur<sup>11</sup> først og fremmest

---

11. På nuværende tidspunkt findes der i alt 9 udstedere af asset backed securities, der har deres obligationer optaget til notering på Københavns Fondsbørs A/S. Af disse er de 3 udstedere i udlandet domicilerede selskaber med en transaktionsstruktur, der

bestå af et formålsbestemt selskab i form af et aktieselskab. Dette formålsbestemte selskab forestår erhvervelsen af de underliggende aktiver enten fra en originator eller mere generelt på kapitalmarkedet, såfremt der måtte være tale om en repackaging. Særligt i sidstnævnte tilfælde vil det formålsbestemte selskab tillige indgå aftaler om erhvervelse af finansielle instrumenter i forbindelse med transaktionens gennemførelse. Erhvervelsen af de underliggende aktiver sker via udstedelse af securitisation obligationer, således at det formålsbestemte selskab i relation til obligationsejerne tillige er udstederselskabet.

Dernæst vil transaktionsstrukturen indeholde enten en trust eller en form for fælles repræsentant for obligationsejerne. Denne trust eller repræsentant varetager herefter opgaven med at repræsentere obligationsejerne i overensstemmelse med obligationsvilkårene, ligesom trusten eller repræsentanten udøver de til obligationerne knyttede panthaverbeføjelser. Endelig vil transaktionsstrukturen bestå af en administrator, der varetager administrationen af det formålsbestemte selskab<sup>12</sup> og efter omstændighederne tillige administrationen af de underliggende aktiver. Administrationen af de underliggende aktiver kan dog – særligt i de tilfælde hvor der måtte være tale om overdragelse af fakturaforordringer m.v. – varetages af originatoren selv.

### 3. Erhvervelse af underliggende aktiver – overdragelse af fordringer

De aktiver, der danner grundlag for udstedelsen af de pantsikrede obligationer, skal indledningsvist erhverves af det formålsbestemte selskab. I de tilfælde, hvor de underliggende aktiver er fondsaktiver af

---

helt eller delvis er undergivet udenlandsk ret. Illustrationen af transaktionsstrukturen tager udgangspunkt i de resterende danske securitisations eksemplificeret ved den struktur, der anvendes af BankInvest i forbindelse med deres BIG selskaber, den struktur Nordea har anvendt i forbindelse med udstedelser gennem CMO selskaberne samt den struktur der finder anvendelse i forbindelse med Færøsk Kommune Investering A/S' udstedelse af obligationer. Om Nordeas udstedelse af CMO'er, se generelt *Nyegaard, Hyldahl & Simonsen: Danske CMO'er i Revision og Regnskabsvæsen 1996*, nr. 2, s. 40ff.

12. I alle de prospekter, der ligger til grund for beskrivelsen af transaktionsstrukturen, jf. foregående note, findes en sådan administrator. Det formålsbestemte selskab kan ikke selv varetage denne administration, da det ikke har nogen ansatte udover en direktør som påkrævet i AL § 51, stk. 1. Da selskabets eneste kreditor herefter er obligationsejerne, sikres det, at de underliggende aktiver alene kan anvendes til fyldestgørelse af de udstedte obligationer.

forskellig art, er denne del af transaktionen forholdsvis problemløs. Det formålsbestemte selskab vil således stå som ejer i de relevante værdipapirregistre og herigennem modtage renter og afdrag på en dertil indrettet afkastkonto. Proceduren består herefter alene i at anvende det herved indkomne provenu til afdrag og sluttelig indfrielse af de udstående securitisation obligationer samt udbetaling af en evt. positiv værdi af indkøbte finansielle instrumenter i det omfang sådanne måtte indgå i den konkrete transaktion.<sup>13</sup> Selv i de tilfælde, hvor de underliggende aktiver ikke måtte være udstedt elektronisk gennem en værdipapircentral, men foreligger i fysisk form, vil de administrative krav til det formålsbestemte selskab være beskedne. Forholdet vil således være det, at værdipapirerne typisk vil blive opbevaret af en depotbank, der på vegne af det formålsbestemte selskab præsenterer disse på de respektive renteterminer og herefter krediterer det formålsbestemte selskabs konto for denne rentebetaling.

Anderledes stiller det sig imidlertid, såfremt de underliggende aktiver består af mindre håndterbare aktiver såsom en portefølje af simple fordringer, hvilket ofte vil være tilfældet i de transaktioner, der er initieret af en originator, der ønsker at anvende de nu en gang til rådighed værende aktiver i sin finansiering.

I den situation kan overdragelsen af en fordringsportefølje være væsentlig mere problematisk. I den forbindelse skal det indledningsvis bemærkes, at denne overdragelse i princippet både kan være en overdragelse til eje eller sikkerhed.

En overdragelse til sikkerhed har i udenlandsk securitisation praksis især fundet anvendelse i de situationer, hvor et regulært salg vil udløse realisationsbeskatning. Strukturen i transaktionen er herefter den, at originatoren pantsætter fordringsporteføljen til det formålsbestemte selskab til sikkerhed for det "lån", der samtidigt ydes. Det formålsbestemte selskab opbeholder herefter pantets frugter i form af renter på de overdragne fordringer. I takt med oppebørslen af disse frugter samt afdrag nedskrives den sikrede fordring. Det herved indkomne provenu anvendes herefter til at indfri de udstedte obligationer. I Danmark vil denne konstruktion ligeledes kunne finde anvendelse, idet pantsætningserklæringen dog skal udformes nøje for at sikre, at renter og afdrag er om-

---

13. Dvs. typisk i de tilfælde, hvor de udstedte obligationer er aktieindekserede eller på anden måde er relateret til et givet indeks. Se til illustration prospektet for BIG 3 A/S, hvor der til begge obligationsserier er tilknyttet call optioner på en række aktieindeks.



fattet af pantet. Det bemærkes, at det deklaratoriske udgangspunkt er, at panthaver tillige har pant i pantets frugter, jf. *Rørdam & Carstensen: Pant* (7. udg. 2002 s. 71). - I hvilket omfang ovenstående konstruktion i Danmark vil have de ønskede skattemæssige virkninger må undersøges nærmere i det konkrete tilfælde.

I det følgende skal vi dog alene henholde os til den situation, hvor der sker en overdragelse til eje, da dette normalt vil være udgangspunktet, jf. således det med petit anførte. En række forhold må i den forbindelse overvejes nærmere:

For det *første* må der i selve overdragelsesaftalen tages stilling til, hvorledes mangler ved de overdragne fordringer skal håndteres. Forholdet behandles under punkt 3.1.

For det *andet* opstår spørgsmålet om det formålsbestemte selskabs tingligt beskyttede ret til de relevante aktiver. Om end det kan synes overflødigt at tage stilling til dette spørgsmål, når blot sikringsakten er iagttaget og den rådighedsberøvelse som denunciationen ret beset er udtryk for tillige er opretholdt, giver spørgsmålet alligevel anledning til overvejelser. Dels fordi det fra et administrativt synspunkt kan være besværligt at denunciere et stort antal debitorer, hvorfor interessen samler sig om muligheden for at strømline denne proces, dels fordi det normalt vil være hensigtsmæssigt om originatoren vedbliver med at administrere og dermed inkassere de overdragne fordringer. Sidstnævnte må navnlig give anledning til overvejelser omkring erhververens kontrol med originatoren i lyset af kravet om rådighedsberøvelse. Ovenstående spørgsmål behandles i punkt 3.2. respektive punkt 3.3.

Om end en overdragelse af negotiable fordringer tillige kan give anledning til tilsvarende overvejelser, vil der i det følgende primært blive fokuseret på overdragelse af simple fordringer.

### 3.1. Mangler ved fordringerne

Den fordringsportefølje, der overdrages til det formålsbestemte selskab, kan vise sig at være mindre værd end oprindeligt antaget ved overdragelsesaftalens indgåelse. I det omfang der ikke måtte være taget højde for dette forhold i forbindelse med aftalens indgåelse er det muligt, at der ikke er tilstrækkelig aktivmasse til, at de udstedte obligationer kan serviceres løbende og indfries på deres udløbstidspunkt. Da det formålsbestemte selskab vil have fraskrevet sig det personlige gældsansvar for de udstedte obligationer, vil et sådant tab fuldt ud ramme de respektive

obligationsejere. Dette er ikke i sig selv problematisk, men kan bevirke, at de udstedte obligationer ikke kan opnå den forudsatte høje rating, eller at oplysningerne i de udstedte obligationers prospekt ikke er korrekte.

Det kan indledningsvist være hensigtsmæssigt at starte med det deklatoriske udgangspunkt i en sådan situation.

Uanset om der foreligger en overdragelse til eje eller sikkerhed vil forholdet være reguleret dels af de almindelige obligationsretlige regler dels af Gældsbrevslovens (GBL) §§ 9 og 10. I overensstemmelse med det tidligere anførte skal alene den situation behandles, hvor der foreligger en overdragelse til eje.

### 3.1.1. Retsmangler

Opnår det formålsbestemte selskab i sin kontrahering med overdrageren ikke den retsstilling som er forudsat i overdragelsesaftalen på grund af tredjemands rettigheder eller andre indskrænkninger i overdragerens dispositionsfrihed, foreligger der en retsmangel. Hvilken præcis ret, der tilkommer det formålsbestemte selskab, må afgøres efter en konkret fortolkning af selve aftalen. Som udgangspunkt må det dog forholde sig således, at det formålsbestemte selskab ved et *køb* af en fordringsportefølje opnår ejendomsretten til de i porteføljen indeholdte fordringer, fri for evt. begrænsede rettigheder. Sker dette ikke, enten fordi overdrageren ikke (længere) har ejendomsretten til fordringerne eller fordi der er stiftet begrænsede rettigheder i disse, foreligger der fuldstændig henholdsvis partiel vanhjemmel.

Isoleret betragtet vil fuldstændig vanhjemmel i relation til en enkelt fordring utvivlsomt være en væsentlig mangel, der giver erhververen mulighed for at hæve købet i medfør af købelovens mangelbestemmelser.<sup>14</sup> Tilsvarende må antages at gælde i relation til partiel vanhjemmel, hvor der eksempelvis overdrages behæftede fordringer. Ved overdragelse af pengefordringer til eje er forholdet således det, at erhververen udelukkende har interesse i den likviditet som fordringen indeholder. Er denne efter omstændighederne mindre end antaget, på grund af pant-

---

14. Enten KBL § 42, stk. 1 eller § 43, stk. 1 afhængig af om overdragelsen omfatter individuelt eller generisk bestemte fordringer. I securitisation sammenhænge kan en overdragelse af individuelt bestemte fordringer antageligvis kun tænkes at forekomme i de tilfælde, hvor der overdrages forholdsvis få store fordringer, der dermed let lader sig specificere eller såfremt overdragelsen eksempelvis omfatter alle originatorens udestående fordringer fra et eller flere bestemte kundeforhold.

sætning eller udlæg, vil der foreligge en væsentlig hævebegrundende mangel.

I securitisation tilfældet, hvor der overdrages en hel portefølje af fordringer, må det afgøres konkret om en given vanhjemmel er udtryk for en væsentlig mangel. Det udslagsgivende må i den forbindelse være, hvor stor en del af fordringerne det formålsbestemte selskab ikke får ejendomsretten til. Er forholdet det, at der foreligger fuldstændig eller partiel vanhjemmel for alle fordringers vedkommende, er forholdet ligetil – der kan hæves. Er der derimod alene tale om, at en lille del af den samlede portefølje lider af retsmangler, må det overvejes konkret om dette udgør en væsentlig hævebegrundende mangel, eller om de andre misligholdelsesbeføjelser i stedet må anvendes.

Som et alternativ til disse beføjelser vil erhververen kunne gøre et ansvar gældende efter den objektive vanhjemmelsbestemmelse i KBL § 59, for så vidt angår oprindelig vanhjemmel i relation til en portefølje af individuelt bestemte fordringer, uanset om der måtte foreligge fuldstændig eller partiel vanhjemmel.<sup>15</sup>Efter denne bestemmelse skal sælgeren af den mangelfulde genstand svare skadeserstatning, såfremt denne ikke har adkomst til det solgte.

Viser det sig, at de overdragne fordringer, helt eller delvist, ikke eksisterer<sup>16</sup>, foreligger der ikke vanhjemmel, men derimod en retsmangel af særlig art.<sup>17</sup> Følgelig kan KBL § 59 ikke finde anvendelse hverken direkte eller analogt. Derimod vil GBL § 9 finde anvendelse, hvorefter overdrageren af gældsbreve og analogt hermed simple fordringer på objektivt grundlag indestår for disses eksistens på overdragelsestidspunktet. Dermed er det klart, at GBL § 9 efter sit indhold svarer til KBL § 59. På tilsvarende vis som før vil det forhold, at alle eller en del af de overdragne fordringer ikke eksisterer være udtryk for en mangel der giver erhververen almindelige misligholdelsesbeføjelse herunder hævebeføjelsen i tilfælde af en væsentlig mangel.

---

15. Dog således at bestemmelsen anvendes analogt i relation til oprindelig partiel vanhjemmel. Bestemmelsen vil derimod ikke kunne finde anvendelse – hverken direkte eller analogt – i relation til generisk bestemte fordringer. Her må erhververen i stedet basere sig på de allerede nævnte mangelbeføjelser.

16. Enten fordi fordringerne på overdragelsestidspunktet er ophørt som følge af modregning eller forældelse, fordi de aldrig har eksisteret eller fordi debitor har berettede indsigelser i det underliggende forhold.

17. Jf. således *Gomard*: Obligationsret 1. del (2.udg.1994) s. 210.

### 3.1.2. Faktiske mangler

Fordringer kan på samme måde som andre formuegoder tillige lide af faktiske mangler. Sådanne faktiske mangler vil i relation til fordringer have karakter af manglende bonitet hos fordringsdebitor. Ved den nærmere fastlæggelse af mangelbegrebet i relation til fordringer kan det synes nærliggende at tage udgangspunkt i det mangelbegreb der dels er forudsat, dels er fastlagt i købelovens mangelbestemmelser. En sådan begrebsfastlæggelse synes ikke mindst nærliggende henset til det forhold, at købeloven tillige regulerer køb af fordringer, jf. til illustration KBL § 20 om rentebærende fordringer. Herefter vil der foreligge en mangel, såfremt den overdragne fordring er af en ringere beskaffenhed end forudsat i aftalen. En sådan begrebsfastlæggelse må imidlertid afvises, henset til det forhold, at GBL § 10 på en næsten udtømmende måde har gjort op med mangel-, dvs. bonitetsproblematikken. Det skal herved bemærkes, at GBL § 10, som den mere specielle regel, må gå forud for de mere generelle regler i købeloven, jf. princippet om *lex specialis*.<sup>18</sup> Efter GBL § 10 indestår overdrageren ikke for debtors vederhæftighed, medmindre denne specifikt har påtaget sig at indestå for denne. En sådan indeståelse kan i sagens natur formuleres på forskellig måde alt afhængig af, hvilken form for sikkerhed for betaling erhververen ønsker.<sup>19</sup>

Bortset fra ovenstående tilfælde vil erhververen således ikke kunne rette krav mod overdrageren i anledning af, at fordringsdebitorerne ikke overholder deres betalingsforpligtelser.

Da selve overdragelsesaftalen er underlagt almindelige obligationsretlige regler er det ikke udelukket, at der kan gøres erstatningskrav gældende mod overdrageren, såfremt det viser sig, at de overdragne fordringer er uerholdelige. Et sådant erstatningskrav kan imidlertid ikke baseres på en mangelsindsigelse, jf. det ovenfor anførte, men må derimod mere generelt baseres på at overdrageren har handlet ansvarspådragende i forbindelse med overdragelsen ved at tilsidesætte sin loyale oplysningspligt. En sådan indsigelse kan navnlig komme på tale, såfremt overdrageren undlader at delagtiggøre erhververen i sin viden om, at debitor er i væsentlige økonomiske vanskeligheder, der med stor sikkerhed vil føre til, at fordringerne ikke indfries til forfaldstid. Om der

---

18. Jf. ligeledes *Gomard: Obligationsret 1. del* (2.udg.1994) s. 163 note 58.

19. Angives det imidlertid, at overdrageren har givet "skadesløs transport" medfører dette, at overdrageren hæfter som simpel kautionist jf. *Gomard: Obligationsret 3. del* (1993) s. 78.

ligeledes kan gøres krav gældende mod overdrageren i tilfælde, hvor debtors bonitet er af en væsentlig ringere beskaffenhed end forventet er mere tvivlsomt. På den ene side er det ikke udelukket, at et krav baseret på tilsidesættelse af den loyale oplysningspligt kan gøres gældende selv i dette tilfælde. På den anden side er det klart, at man netop med GBL § 10 har gjort op med bonitetsproblematikken. Forholdet er antageligvis det, at der kræves en grov tilsidesættelse af den loyale oplysningspligt før et erstatningsansvar kan komme på tale. Succes-tærsklen for krav af denne type er således antageligvis, på grund af GBL § 10, højere end ved overdragelse af andre type formuegoder.

For det formålsbestemte selskab i en securitisation er det som udgangspunkt ikke afgørende, om en eller flere af de overdragne fordringer viser sig at være helt eller delvis uerholdelige. Det afgørende for selskabet og dets kreditgivere, dvs. obligationsejerne, er om porteføljen som helhed genererer det cash flow, der skal anvendes til at betale renter og afdrag på de udstedte obligationer. Det afgørende bliver således, hvor store tab der generelt må forventes på porteføljen. Udstederens oplysningsforpligtelser om boniteten af de underliggende aktiver i forbindelse med udstedelsen af obligationerne i prospektet og konsekvensen af fejlagtige eller mangelfulde oplysninger er ikke nærmere behandlet.

### 3.1.3. Håndtering af kreditrisiko og andre risici

Et mindre cash flow som følge af mangler ved de underliggende aktiver kan håndteres på forskellig vis. I forbindelse med fastsættelsen af kursen på de overtagne fordringer kan der tages højde for den forventede kreditrisiko. Alternativt kan der etableres en ordning, hvorved der sker en efterfølgende regulering af kursen, såfremt det viser sig, at boniteten på den solgte portefølje er mindre end først antaget. Som et supplement eller et alternativ til ovenstående kan der indgås en, for fordringsoverdragelser sædvanlig, aftale om, at overdrageren dvs. originatoren forpligter sig til at tilbagekøbe de fordringer, hvor der ikke sker rettidig indbetaling.

Måden hvorpå kreditrisikoen håndteres er af flere årsager ikke underordnet. For det *første* må det under alle omstændigheder tilstræbes, at værdiansættelsen af porteføljen er så præcis som mulig, dels fordi det er forbundet med omkostninger efterfølgende at regulere købsprisen, dels fordi en sådan efterfølgende regulering kun har værdi, såfremt

originatoren rent faktisk er i stand til at tilbagebetale en del af købssummen.

For det *andet* kan den konkrete fremgangsmåde have betydning for, i hvilket omfang de relevante aktiver reelt fjernes fra originatorens balance. Et af rationale for rendyrket securitisation er således at fjerne aktiver fra virksomhedens balance med henblik på at foretage en tilpasning af denne. I det omfang at originatoren påtager sig en tilbagekøbsforpligtelse skal denne således medtages i noterne til regnskabet som en eventualforpligtelse.

I det tilfælde, hvor originatoren måtte være en finansiel virksomhed – typisk en bank – der er underlagt krav om kapitaldækning, og salget af fordringer netop er foretaget med henblik på at reducere antallet af kapitaldækningspligtige aktiver, må forholdet underkastes en særlig indgående behandling. Afhængig af den valgte fremgangsmåde kan forholdet nemlig være det, at de finansielle tilsynsmyndigheder ikke vil anerkende, at aktiverne rent faktisk er flyttet fra den finansielle virksomheds balance, og at man derfor ikke vil lempe på kravet om kapitaldækning. Det engelske finanstillsyn – *Financial Services Authority (FSA)* – stiller således krav om, at der er sket et "clean break". Dermed menes mere specifikt at<sup>20</sup>:

A bank, once it has securitised assets, should not have any further involvement with those assets except in accordance with the policy in this chapter. This should be the case both explicitly and implicitly i.e. any reputational linkage between the assets of the originator/sponsor should be broken so far as is possible.

Denne målsætning om et "clean break", der skal sikre, at banken ikke længere ligger inde med risiko, være sig kreditrisiko, operationel eller som ovenfor anført reputationel risiko, der ikke modsvares af en tilsvarende kapitaldækning, har dels implikationer for hvorledes aktiverne skal overdrages til det formålsbestemte selskab dels for omfanget af en evt. tilbagekøbsforpligtelse. Særlig i relation til originatorens, dvs. i dette tilfælde bankens mulighed for at tilbagekøbe de securitiserede aktiver er følgende fastsat<sup>21</sup>:

---

20. FSA Handbook, Block 2 Business Standards, IPRU (Bank) Vol. 2: SE s. 2.1.3.

21. FSA Handbook, Block 2 Business Standards, IPRU (Bank) Vol. 2: SE s. 6.4.1.

### **Repurchasing by an originator**

An originator should not repurchase the asset securitised from the SPV unless one of the following circumstances apply:

- (a) The repurchase is for a breach of warranty;
- (b) The repurchase is of fully performing or defaulted assets when the loan portfolio has sunk to less than 10% of the maximum face value of the assets;
  - a) The total size of the pool for these purposes is equal to the maximum total face value of the assets during the life of the scheme, prior to the calculation.
  - b) Defaulted assets may be bought back for nominal consideration.
  - c) Repurchases for further advances or product switches from a mortgage pool agreed on a case by case basis pending a fuller review of the policy

Any repurchases should be performed at market prices with no preference of any kind being shown in the terms and is subject to the bank's normal credit approval and review process; ...

I forhold til ovenstående bemærkes det, at såfremt banken ikke overholder de ovenfor fastsatte begrænsninger med hensyn til tilbagekøbsforpligtelser, er konsekvensen som hovedregel den, at FSA ikke anerkender salget af aktiverne i relation til kapitaldækningsreglerne.

Tilsvarende regler er fastsat i de situationer, hvor banken ikke optræder som originator, men derimod som sponsor/repackager. At banken optræder som sponsor betyder konkret, at den ompakker tredjemands aktiver direkte i SPV'et, uden at disse aktiver tages ind over bankens balance. Optræder banken derimod som repackager, tages aktiverne indover bankens balance og sælges først derefter videre til det formålsbestemte selskab, som herefter foretager en ompakning af disse.<sup>22</sup>

I de tilfælde, hvor den finansielle virksomhed alene påtager sig en mere sekundær rolle i en securitisation, eksempelvis som administrator for det formålsbestemte selskab, vil virksomheden - ikke overraskende - som udgangspunkt ikke være omfattet af ovennævnte regulering, allerede fordi den ikke som sådan har påtaget sig nogen særlig risiko.

---

22. Den engelske terminologi er ikke helt sammenfaldende med den danske terminologi.

Anderledes stiller forholdet sig naturligvis, såfremt den finansielle virksomhed er en del af en finansiel koncern, inden for hvilken en eller flere af selskaberne har påtaget sig de førnævnte primære roller som originator, sponsor etc.

Der er endnu ikke i den danske tilsynslovgivning indsat specifikke bestemmelser om, hvorledes banker og andre finansielle virksomheder skal forholde sig i relation til securitisations samt mere specifikt hvornår et aktiv eller en portefølje af aktiver i relation til kapitaldækningsreglerne kan anses for at være fjernet fra virksomhedens balance. Det må dog antages, at en tilsvarende "clean break" målsætning lægges til grund ved vurderingen af dette.

Uagtet at der således endnu ikke er indført specifikke regler herfor, synes det derfor hensigtsmæssigt at strukturere transaktionen således, at denne målsætning i videst muligt omfang opretholdes, således at transaktionsstrukturen er fremtidssikret.

### 3.2. Sikringsaktens iagttagelse

Såfremt det formålsbestemte selskab skal opnå tinglig beskyttelse til de erhvervede fordringer, skal fordringsdebitorerne denunciéres, jf. GBL § 31. Denne denunciation kan forstås af såvel overdrageren som erhververen. Kravene til selve denunciationen i en securitisation er i sagens natur ikke anderledes end ved andre overdragelser af simple fordringer. Dette vil først og fremmest sige, at denunciationen klart og tydeligt skal tilkendegive, at fordringen er overdraget. At underretningen om overdragelsen skal være klar indebærer, at det for skyldneren må stå klart, at fordringen er overdraget til erhververen. Meddelelse om, at fordringen er i erhververens "besiddelse"<sup>23</sup> eller er "deponeret"<sup>24</sup> hos denne, er generelt ikke tilstrækkeligt<sup>25</sup>, ligesom en lakonisk henvisning til GBL § 31 uden anden meddelelse om, at fordringen er overdraget, heller ikke er tilstrækkelig, jf. U 1992.501 V. Kravet om tydelighed indebærer derudover, at denunciationen nødvendigvis må fremtræde som en formel meddelelse om en overdragelse, hvilket udelukker, at der kan denunciéres i en reklameagtig brochure, jf. U 1977.636 H vedrørende en brochure indeholdende en denunciation med en opkiltet skottepige på for-

---

23. Jf. U 1979.573 H

24. U 1987.915 H

25. I U 1979.573 H synes Højesteret dog at anerkende, at mangler ved denunciationen efter omstændighederne kan afhjælpes via vedlæggelse af anden dokumentation, der opfylder kravene om klarhed.



siden. Tilsvarende kan en denunciation indeholdt i overdragerens almindelige forretningsbetingelser evt. i dennes fakturaer ikke som udgangspunkt antages at opfylde kravet til tydelighed, jf. U 1956.444 H. Det må derimod kræves, at denne meddelelse om overdragelse af fordringen er særlig fremhævet, evt. via påstempling af de enkelte fakturaer.

At denunciationen ligeledes skal være kommet frem til debitor eller dennes fuldmægtig nævnes blot for fuldstændighedens skyld.

Det forhold, at der efter dansk ret skal denuncières, før der kan opnås tinglig beskyttelse i forbindelse med en overdragelse af simple fordringer, er som udgangspunkt problematisk i securitisering sammenhænge. For det formålsbestemte selskab vil det således være en forholdsvis omfattende opgave at denunciære samtlige debitorer i en fordringsportefølje, ikke mindst i de tilfælde hvor de enkelte fordringer er forholdsvis små. Da det formålsbestemte selskab ikke har nogen ansatte, vil denne opgave enten skulle foretages af overdrageren eller en af selskabets antaget ekstern administrator.

Alternativt kan det overvejes om bestemmelsen i GBL § 31, stk. 3 kan finde anvendelse, hvorefter en handelsvirksomhed eller en bogføringspligtig erhvervsvirksomhed kan overdrages sammen med virksomhedens udestående fordringer, uden at det er nødvendigt at foretage denunciation i forhold til de udestående fordringer. Bestemmelsen, der kun finder anvendelse ved overdragelser til eje, blev i sin tid indført af rent praktiske årsager. Det hedder således i Udkast til Lov om Gældsbreve (1935) s. 49, at: *"Der findes imidlertid Tilfælde, hvor den foreslaaede nye Regel ikke er hensigtsmæssig. Naar en Forretning sælges med udestaaende Fordringer, er det praktisk ugørligt straks at give alle Skyldnerne Underretning om Salget, og det er paa den anden Side næppe vanskeligt at afgøre, om Salget er en normal forretningsafstaaelse, eller det blot er arrangeret for at sikre en Fordring"*.

Anvendelsesområdet for den denunciationsfri overdragelse af en virksomhed med dens udestående fordringer er nærmere givet ved GBL § 31, stk. 3, der har følgende ordlyd:

**§ 31, stk. 3**

Når en handelsvirksomhed eller en bogføringspligtig erhvervsvirksomhed af anden art overdrages sammen med virksomhedens udestående fordringer, anvendes disse regler dog kun, hvis overdragelsen sker til sikkerhed.

I forhold til ovenstående bør to forhold undersøges nærmere, såfremt bestemmelsen skal kunne anvendes i securitisation sammenhænge. For det første må der ses nærmere på selve virksomhedsbegrebet, og for det andet må der foretages en nærmere afgrænsning mellem de situationer, hvor der sker en denunciationsfri overdragelse til eje og en denunciationspligtig overdragelse til sikkerhed.

### **3.2.1. Overdragelse af handelsvirksomhed eller bogføringspligtig erhvervsvirksomhed**

Begreberne handelsvirksomhed og erhvervsvirksomhed må nødvendigvis forstås i overensstemmelse med det almindelige virksomhedsbegreb, jf. afsnit 5.1, hvorefter det afgørende er, om der foreligger en selvstændig økonomisk enhed. Omfatter overdragelsesaftalen en sådan enhed, vil der ikke skulle denuncieres; de til virksomheden hørende fordringer vil være beskyttet mod overdragerens kreditorer i kraft af selve overdragelsesaftalen.

Fastholdes kriteriet om den selvstændige økonomiske enhed som det centrale i virksomhedsbegrebet, kan der ikke stilles krav om tilstedeværelse af et bestemt antal aktiver udover de udestående fordringer. Det afgørende element vil alene være, om de udskilte aktiver tilsammen udgør en selvstændig økonomisk enhed. Anvendes dette kriterium, undgås den undertiden vanskelige grænsedragning mellem, hvornår der sker en overdragelse af en virksomhed, der er omfattet af GBL § 31, stk. 3 og hvornår der alene sker en overdragelse af fordringer tilsat et par enkelte andre aktiver med henblik på at omgå det ellers gældende krav om denunciation. Netop denne grænsedragning var genstand for bedømmelse i U 1969.267 SH.

**U 1969.267 SH** vedrørte et tilfælde, hvor et aktieselskab A solgte sin virksomhed, der handlede med elektriske varmetæpper, til en belgisk køber B. Ifølge aftalen omfattede de solgte aktiver bl.a. de udestående fordringer, varelager, et tilgodehavende mod én bestemt debitor, inventar herunder kundeadresser og forudbetalt husleje samt selskabets salgsorganisation, der dog efter det oplyste primært må antages at have bestået af en række repræsentanter. Af købesummen på lidt over 1 mio. kr. udgjorde værdien af de udestående fordringer lidt over halvdelen. I forbindelse med denne overdragelse blev det tillige aftalt, at en til selskabet nærtstående person C skulle oppebære købesummen, således at B bl.a. overdrog de udestående kundefordringer til C. Efter A's konkurs opstod der bl.a. tvist om C havde separatiststilling i relation til kundefordringerne, idet det bemærkes, at debitorerne ikke i forbindelse med

overdragelsen var denuncieret. Sø- og Handelsretten bemærkede følgende: *"Da der praktisk taget intet var af værdi udover de udestående fordringer og inventaret, kan salget ikke bedømmes som salg af fordringer i forbindelse med salg af en virksomhed, jfr. § 31, stk. 3, i Gældsbrevslov nr. 146 af 14. april 1938, blot fordi det er betegnet således i aftalen."* og senere *"Da der ikke er givet selskabets debitorer meddelelse om salget, har overdragelsen ikke gyldighed mod overdragerens kreditorer – nu konkursboet".*

Efter Sø- og Handelsrettens bedømmelse synes det afgørende kriterium således at være forholdet mellem værdien af kundefordringerne og værdien af de andre aktiver, der overdrages. Uagtet at sagen i det konkrete tilfælde antageligvis var den, at de andre overdragne aktiver var af forholdsvis luftig karakter, synes det betænkeligt generelt at anvende dette kriterium. Det afgørende må således være om erhververen, på baggrund af de overdragende aktiver, er i stand til uden videre eller med mindre justeringer at drive den pågældende virksomhed videre. Er dette tilfældet, dvs. overdrages der både varelager, arkiver, kundekartotek m.v., må det klare udgangspunkt være, at der er sket overdragelse af en virksomhed, der er omfattet af GBL § 31, stk. 3, jf. princippet om den selvstændige økonomiske enhed. At forholdet mellem værdien af fordringerne og de andre aktiver efter omstændighederne er meget skævt, kan være et *indicium* for, at transaktionen søger at omgå det generelle krav om denunciation.

Efter bestemmelsens ordlyd synes det tillige at være et krav, at *hele* virksomheden overdrages, således at en delvis overdragelse af virksomheden kræver, at sikringsakterne for de respektive aktiver – herunder for de udestående fordringer – iagttages før transaktionen nyder tinglig beskyttelse.<sup>26</sup> Dette krav vil i sagens natur være opfyldt i de tilfælde, hvor eksempelvis en virksomhed drevet i aktieselskabsform overdrages. Anderledes stiller det sig imidlertid i de situationer, hvor eksempelvis et aktieselskab driver virksomhed i forskellige divisioner. Her opstår spørgsmålet, om afhændelse af en sådan division er at betragte som delvis afhændelse af en virksomhed og dermed ikke omfattet af bestemmelsen i GBL § 31, stk. 3. Spørgsmålet må formentlig, under hensyntagen til det ovenfor anførte princip om selvstændige økonomiske enhe-

26. Se tillige *Møller* i U 1982 B 384, der ligeledes er af den opfattelse, at en sproglig fortolkning af bestemmelse må føre til, at hele virksomheden skal overdrages, før den er omfattet.

der, besvares benægtende. Uagtet at bestemmelsen alene omfatter overdragelse af hele virksomheder, er der intet til hinder for, at eksempelvis et aktieselskab driver flere virksomheder på en gang, evt. opdelt i forskellige divisioner. Følgelig vil en sådan overdragelse af en sådan division ikke være at betragte som en delvis overdragelse af den samlede virksomhed, men derimod som en overdragelse af en blandt flere selvstændige virksomheder drevet af den samme juridiske person. Overdragelsen vil derfor være omfattet af GBL § 31, stk. 3.

Derimod er en "ægte" delvis overdragelse af en virksomhed ikke omfattet. Overdrages der således aktiver som ikke tilsammen udgør en selvstændig økonomisk enhed, der kan drives som en selvstændig virksomhed, foreligger der ikke en overdragelse, der er omfattet af GBL § 31, stk. 3. Transaktioner, hvor en fordringsportefølje suppleres med visse andre aktiver og som efterfølgende i overdragelsesaftalen betegnes som en virksomhed, nyder derfor ikke uden videre tinglig beskyttelse.

Denne afgrænsning er i øvrigt i overensstemmelse med kravet om, at den overdragne virksomhed skal være en handelsvirksomhed eller en anden *bogføringspligtig* virksomhed. Bogføringspligt indtræder således for virksomheder, der er erhvervsdrivende samt for udøvelse af erhvervsaktiviteter her i landet fra i udlandet hjemmehørende selskaber, jf. Bogføringslovens § 1, stk. 1.<sup>27</sup> I henhold til lovens § 2, stk. 1, omfatter udøvelsen af erhvervsdrivende virksomhed eller erhvervsaktiviteter at yde varer, rettigheder, pengemidler, tjenester samt lignende for hvilke der normalt modtages vederlag. I overensstemmelse med hvad der i almindelighed antages, omfattes bl.a. aktie og anpartsselskaber uden videre af begrebet erhvervsdrivende, uanset om de udøver ovennævnte funktioner, jf. således § 2, stk. 2.

Møller anlægger i U 1982 B 384 i det væsentlige den samme betragtning med hensyn til forståelsen af GBL § 31, stk. 3. Det anføres ganske vist indledningsvist, at GBL § 31, stk. 3, tillige må omfatte den delvise virksomhedsoverdragelse, men afgrænsningen af den delvise virksomhedsoverdragelse er i hovedsagen i overensstemmelse med det ovenfor anførte princip om en selvstændig økonomisk enhed. Om den nærmere afgrænsning anføres følgende: "*Det synes ikke muligt at opstille et mere præcist kriterium for hvor stor en del af de overdragne aktiver, der kan tillades udgjort af fordringer, men det må på den anden side – for at undgå at en ren fordringsoverdragelse garneres med salg af enkelte driftsmidler eller udvalgt inventar for derved at fremkalde overdragelse, der falder ind*

---

27. Lov nr. 1006 af 23.12.1998.

*under Gbl § 31, stk. 3, - nok kræves at samtlige virksomhedens omsætnings- og anlægsaktiver pr. overtagelsesdagen ud over kundefordringerne er genstand for overdragelse til virksomhedserhververen. Ved den delvise virksomhedsoverdragelse må der henses til, om overdragelsen omfatter de til virksomhedsdelen hidtil i drifts- og bogføringsmæssig henseende henførte aktiver. Er dette ikke tilfældet, må situation bedømmes som selvstændige salg af henholdsvis løsøre og fordringer”.*

Såfremt ovenstående skal overføres til securitisation sammenhænge, må konklusionen først og fremmest være, at en overdragelse af originatorens udestående fordringer ikke vil være omfattet af GBL § 31, stk. 3, uanset om overdragelse tillige omfatter andre aktiver, såfremt de ikke samlet set kan siges at udgøre en økonomisk enhed. Dette betyder umiddelbart, at originatoren ikke i forbindelse med et salg af sit debitorbogholderi tillige kan overdrage sine udestående fordringer. Er forholdet derimod det, at originatoren har oprettet en særlig finansfunktion, der eksempelvis håndterer al fakturering, bogholderi, inkasso etc., er situationen en anden, ikke mindst såfremt denne finansfunktion drives i selskabsform. Her vil der netop være tale om en selvstændig økonomisk enhed, der kan fortsætte sin virksomhed, selvom den måtte blive udskilt fra resten af virksomheden. Det forhold, at finansfunktionens opgave udelukkende har relation til originatorens virksomhed, findes ikke at kunne tillægges selvstændig betydning. Det må således stå originatoren frit for at afhænde sin finansfunktion til eksterne erhververe, eksempelvis i forbindelse med en generel outsourcing af virksomhedens administrative funktioner.

### **3.2.2. Overdragelse til eje eller sikkerhed**

Reglen om denunciationsfri overdragelse af fordringer i forbindelse med overdragelse af en virksomhed er indskrænket til de tilfælde, hvor der sker en overdragelse til eje. Overdrages virksomheden til erhververen til sikkerhed for et eksisterende eller kommende mellemværende, vil de relevante sikringsakter, herunder denunciation skulle iagttages. Dermed er det klart, at i det omfang securitisation transaktionen gennemføres som en pantsætning af fordringer i stedet for et salg af fordringer, jf. det tidligere under afsnit 3 anførte, er anvendelse af bestemmelsen udelukket. Hvornår der foreligger en overdragelse til eje henholdsvis en overdragelse til sikkerhed, må afgøres efter de almindelige regler om afgrænsningen mellem ejendomsoverdragelser og pantsætninger. Denne udskillelse af de normale forretningsafståelser fra andre transaktioner,

der alene har til formål at sikre en fordring, kan ikke i al almindelig antages at volde problemer, jf. det af Gældsbrevslov Kommissionen anførte.<sup>28</sup>Om et tilfælde, hvor overdragelsen af en "virksomhed" blev anset for at være sket i sikringsøjemed, se den ovenfor citerede U 1969.267 SH.

### **3.2.3. Anvendelsen af GBL § 31, stk. 3, i securitisation transaktioner**

Sammenfattende må det konkluderes, at der i princippet er et vist anvendelsesområde for GBL § 31, stk. 3, i relation til securitisation transaktioner. Det kræver imidlertid, at originatoren fra starten tilrettelægger sin virksomhed, således at debitoradministrationen samles i én funktion, evt. i et separat selskab, således at der efterfølgende kan ske et samlet salg af denne til det formålsbestemte selskab. Det er dog tvivlsomt om det formålsbestemte selskab overhovedet vil acceptere en konstruktion, hvor man ikke alene erhverver en fordringsportefølje, men tillige en række yderligere aktiver evt. et selskab. Kreditvurderingen og dermed ratingen af den erhvervede portefølje kan være mere vanskelig og falde uheldigt ud, såfremt der skal indkalkuleres en risiko for krav fra den overtagne virksomheds kreditorer. Transaktionen må i hvert fald forudsætte, at der forinden er skabt et overblik over disse, og at der evt. er hensat penge til fyldestgørelsen af disse.

### **3.3 Rådighedsberøvelse – inkassofuldmagt**

Uagtet hvilken af ovenstående to modeller, der vælges med hensyn til sikringsaktens iagttagelse, må der tillige tages stilling til hvorledes de erhvervede fordringer skal administreres, dvs. hvem der skal forestå den konkrete inkassation, bogføring og viderebefordring af renter og afdrag. Der er, som skitseret i det efterfølgende, to muligheder; enten at anvende originatoren som administrator eller at antage en ekstern administrator til opgaven.

#### **3.3.1. Originatoren som administrator**

Det er en central grundsætning i ejendomsretten, at selvbåndlæggelser og deraf følgende muligheder for kreditorly skal modvirkes og derfor ikke accepteres. Dispositioner, der således ikke generelt afskærer overdrageren fra at disponere i forhold til aftalerhververe og kreditorer, skal således ikke respekteres, jf. til illustration rpl. § 514, stk. 3, hvorefter der

---

28. Jf. afsnit 3.2.

kan foretages udlæg i båndlagte gaver m.v., såfremt skyldneren har fri rådighed over disse, eller der i hvert fald ikke er truffet rimelige foranstaltninger til at forhindre skyldnerens råden. I overensstemmelse hermed er det klart, at det som udgangspunkt ikke er tilladeligt at lade originatoren fortsætte med at opkræve renter og afdrag på de overdragne fordringer, uanset om der i øvrigt måtte være tale om en overdragelse til eje eller sikkerhed, såfremt overdragelsen skal have nogen effekt i forhold til tredjemand. Vælger det formålsbestemte selskab imidlertid at fastholde originatoren som administrator af de overdragne fordringer, opstår spørgsmålet om, hvilken kontrol det formålsbestemte selskab må udøve med denne inkassation, såfremt overdragelsen skal have gyldighed i forhold til originatorens (andre) kreditorer.

Spørgsmålet har været genstand for en sporadisk behandling i dansk retspraksis.<sup>29</sup> Som det korrekt anføres af *Hedegaard Kristensen*, kan der af den foreliggende retspraksis udledes et kontrol- og afregningskrav.<sup>30</sup> Det nærmere indhold af dette krav synes imidlertid vanskeligt præcist at fastlægge, ikke mindst under hensyntagen til det forhold, at temaet i de foreliggende sager ikke udelukkende har været, om en ellers gyldigt stiftet ret kunne bortfalde som følge af overdragerens rådighed over de overdragne aktiver, men tillige om der overhovedet har været stiftet en tinglig beskyttet ret over de overdragne aktiver. Temaet har således både været, hvilke krav der kan stilles til en inkassofuldmagt samt hvilke meddelelser der opfyldte kravet om denunciation i GBL § 31, stk. 1.

I U 1930.780 Ø var arrangementet det, at en møbelfabrikant solgte møbler til en forhandler, således at købesummen blev berigtiget ved vekslers, der efterfølgende blev diskonteret hos møbelfabrikantens bank. Til sikkerhed for bankens tilgodehavende blev det aftalt, at forhandlerens kreditkøbekontrakter med de enkelte kunder, indeholdende sædvanligt ejendomsforbehold, blev overdraget til banken via møbelfabrikantens mellemkomst. Efter modtagelse af kreditkøbekontrakterne tilskrev banken debitorerne med meddelelse om, at deres kontrakt var "deponeret" i banken samt at afdrag indtil videre kunne betales til møbelfabrikanten, dog således at ekstraordinære afdrag ikke uden videre kunne betales med frigørende virkning til møbelfabrikanten. Kontrollen med den herved givne inkassofuldmagt bestod herefter i, at banken en gang om måneden opgjorde "...hvad der var af forfaldne Veks-

29. Navnlig U 1930.780 Ø, U 1956.444 H, U 1981.520 SH.

30. *Hedegaard Kristensen*: Studier i Erhvervsfinansieringsret (2003), s. 33 og *Lynge Andersen & Werlauff*: Kreditretten (3.udg.2000) s. 273 ff.

*ler og omtrentlig, hvad der skulde være erlagt af Afdrag, og fik dette Beløb, der skulde svare til Vekselsbeløbet indbetalt fra Fabrikken, og hver 3 Maaned forhørte de sig yderligere om, hvad der resterede paa hver enkelt Kontrakt, idet Afdragene, som Fabrikant Jensen dog ingen Beføjelse havde til at yde virkelig Henstand med, nogle enkelte Maaneder kunde gaa mindre godt ind." Da møbelfabrikanten efterfølgende gik konkurs, opstod spørgsmålet om møbelfabrikanten via den ordning havde haft en egentlig råderet over de pantsatte fordringer og om pantsætning følgelig kunne tilsidesættes.*

Landsretten var af den opfattelse at pantsætningen skulle anerkendes af boet. Landsretten henviste i den forbindelse til det forhold, at banken havde kontrakterne i sin fysiske besiddelse og dermed kunne udøve den faktisk og retlige råden over disse, samt at fabrikanten via den udøvede kontrol ikke havde en egentlig dispositionsmulighed. Supplerende blev det fremhævet, at inkassofuldmagten til hver en tid kunne tilbagekaldes, samt at de månedlige afdrag var forholdsvis beskedne.

**U 1956.444 H** vedrørte en manufakturhandlers salg af konfektionsvarer på afbetaling. Finansieringen af dette kreditsalg skete derved, at kreditkøbekontrakterne blev diskonteret hos et finansieringsselskab. En del af kreditkøbskontrakterne indeholdt allerede fra udstedelsen af en transportpåtegning, hvorefter kontrakten var overdraget til finansieringsselskabet, dog således at ordinære afdrag indtil videre kunne indbetales til manufakturhandleren. I forbindelse med diskonteringen af kontrakterne hos finansieringsselskabet skete der ikke yderligere meddelelse til fordringsdebitorerne om den foretagne overdragelse. Den videre forretningsgang var herefter den, at manufakturhandleren førte lister over indbetalingerne, der hver uge blev viderebefordret til finansieringsselskabet, ligesom der hver uge blev foretaget afregning, både af de nye og eksisterende kontrakter. Derudover var der et kontrolbesøg hos manufakturhandleren med henblik på dels at konstatere, om kontrakterne var "overbelånt" dels om der skete fuldstændig afregning af de indkomne afdrag.

Ved manufakturhandlerens efterfølgende konkurs afviste boet at anerkende eksistensen af nogen sikkerhedsret, dels fordi der ikke var foretaget en behørig denunciation, dels fordi der ikke fra finansieringsselskabets side var blevet ført behørig kontrol med arrangementet, hvilket havde resulteret i et omfattende misbrug, bl.a. i form af henstandsgiven og belåning af fiktive kontrakter.

Både Landsretten og Højesteret afviste, at der var etableret en gyldig sikkerhedsret, dels på grund af den manglende denunciation, dels på grund af finansieringsselskabets manglende kontrol med ordningen. Højesteret anførte følgende om ordningen:



”Det tiltrædes, at den lidet betryggende fremgangsmåde, der af appellanten er benyttet i dette mellemværende ved meddelelse om de stedfundne transporter, i forbindelse med den omstændighed, at der er indrømmet firmaet incassobeføjelse og ikke fra appellants side er udøvet en *sådan kontrol* med firmaets virksomhed, som under *disse omstændigheder* måtte udkræves, må medføre, at appellanten ikke overfor indstævnte til skade for firmaets øvrige kreditorer kan hævde nogen fortrinsret til de i kontrakterne indeholdte fordringer mod køberne”. [vores udhævninger]

På baggrund af ovenstående kan det i overensstemmelse med det af *Hedegaard Kristensen* anførte konkluderes, at der i retspraksis stilles krav om, at erhververen i et givet omfang fører tilsyn med overdragerens inkassation af forfaldne ydelser fra skyldneren. Der kan ikke umiddelbart *per se* stilles særlige krav til denne kontrol, andet end at den skal være effektiv. Hvilken form for kontrol der vil være effektiv, vil i sagens natur afhænge af det konkrete tilfælde. Det er dog givet, som det fremgår af U 1956.444 H, at i det omfang selve tilrettelæggelsen af transaktionen rummer særlige risici for misbrug, må erhververens kontrol i sagens natur skærpes.

Hvor effektiv kontrollen skal være, for at transaktionen ikke skal underkendes som følge af overdragerens rådighed over de overdragne aktiver, er et vanskeligt spørgsmål. Det må i den forbindelse navnlig overvejes, om enkeltstående tilfælde af uregelmæssigheder, f.eks. i form af manglende eller for sen afregning af enkelte fordringer, kan invalidere selve transaktionen. Retspraksis indeholder ikke umiddelbart vejledning om dette spørgsmål henset til, at de foreliggende tilfælde enten vedrører situationer, hvor der intet misbrug fandt sted, jf. U 1930. 780 Ø eller hvor der var et ganske omfattende misbrug, jf. U 1956. 444 H.<sup>31</sup>

Med hensyn til formålet med kravet om overdragerens urådighed – ønsket om at undgå kreditorly i form af pro forma dispositioner – kan der antageligvis ikke generelt opstilles en regel om, at selv enkeltstå-

---

31. Tilsvarende indeholder den juridiske litteratur ikke megen vejledning i relation til dette spørgsmål. En vis vejledning findes dog hos *Gomard: Obligationsret*, 3. del (1993) s. 86, hvor der stilles krav om at ”..parterne har indrettet og kontrollerer en betryggende ordning for bogføring og afregning af ydelserne fra debitor...” samt hos *Lynge Andersen & Werlauff: Kreditretten* (2000) s. 274, hvor det anføres, at det skal iagttages ”...meget strenge kontrolkrav...” såfremt forholdet ikke skal underkendes. Se i øvrigt *Hedegaard Kristensen: Studier i Erhvervsfinansieringsret* (2003) s. 34 ff. for en detaljeret gennemgang af retsvidenskabens syn på kravene til kontrolordningen.

ende uregelmæssigheder fører til, at transaktionen må frakendes enhver tinglig beskyttelse. En enkeltstående uregelmæssighed kan være en forglemmelse, der ikke bør berøve erhververen sin ellers tingligt beskyttede ret til de overdragne fordringer. Dermed er det naturligvis ikke sagt, at erhververen generelt kan se stort på uregelmæssigheder, uden risiko for at transaktionen underkendes. Tværtimod må det kræves, at der omgående skrives ind over for forholdene, og at kontrollen efterfølgende skærpes.

### **3.3.2. Ekstern administrator**

Som et alternativt til ovenstående model med inkassofuldmagt til originatoren kan administrationen og inkassationen af de overdragne fordringer varetages af en ekstern administrator på samme måde, som det er tilfældet ved repackaging transaktioner. Hvorvidt dette er at foretrække frem for ovennævnte ordning, må først og fremmest bero på de hermed forbundne omkostninger. I det omfang originatoren imidlertid er en finansiel virksomhed, som defineret i LFV § 5, stk. 1, kan det efter omstændighederne være problematisk med en sådan ekstern administration af de overdragne fordringer.

Det skal således bemærkes, at finansielle virksomheder i henhold til LFV § 117 er underlagt en generel tavshedspligt, således at der ikke uberettiget kan videregives fortrolige oplysninger til tredjemand, dog således at LFV § 118, stk. 1 hjemler en generel adgang til at videregive sædvanlige kundeoplysninger, for så vidt disse er nødvendige for varetagelsen af administrative opgaver. I den konkrete kontekst må det antages, at en ekstern administrator typisk vil have behov for oplysninger om fordringsdebitorernes navn, adresse, aftalegrundlaget, hovedstol, renter og restgæld. Det springende punkt er herefter, i hvilket omfang en finansiel virksomhed kan videregive disse oplysninger til en ekstern administrator i medfør af ovennævnte bestemmelser.

Det skal i den forbindelse indledningsvis bemærkes, at i relation til LFV § 118, stk. 1 er det Finanstilsynet, der fastlægger hvilke oplysninger der er sædvanlige kundeoplysninger, jf. LFV § 118, stk. 4. Denne kompetence, der er en videreførelse af tidligere bestemmelser, er blevet udnyttet i forbindelse med udstedelse af bekendtgørelse nr. 1075 af 17.12.2001 om sædvanlige kundeoplysninger i finansielle virksomheder. I henhold til bekendtgørelsens § 2 vil de ovennævnte oplysninger være omfattet af begrebet sædvanlige oplysninger. Dermed vil der kunne ske videregivelse af disse oplysninger til en ekstern administrator, i det om-

fang dette måtte ske som led i varetagelsen af administrative opgaver. Om inkassation af renter og afdrag og viderebefordring af disse til det formålsbestemte selskab kan anses for at være en administrativ opgave i bestemmelsens forstand, må imidlertid antages at være tvivlsomt. Om end forarbejderne til bestemmelsen anfører, at begrebet administrative opgaver skal forstås bredt, må begrebet nødvendigvis være indskrænket til at omfatte de tilfælde, hvor der varetages opgaver på vegne af den finansielle virksomhed selv, og ikke hvor der som i securitisation tilfældet er tale om en ekstern opdragsgiver. Der kan således ikke ske videregivelse af oplysninger i medfør af denne bestemmelse.

Videregivelse af oplysninger i medfør af hovedreglen i LFV § 117, stk. 1, må efter Finanstilsynets afgørelse af 15.10.2003 ligeledes anses for at være udelukket. Finanstilsynets afgørelse vedrørte den daværende § 4, stk. 1 i Lov om finansiel virksomhed (nu LFV § 117, stk. 1). Et pengeinstitut ønskede oplyst, hvorvidt der kunne ske videregivelse af fortrolige oplysninger i form af cpr.nr., navn, adresse, restgæld m.m. i forbindelse med et salg af afskrevne fordringer, eller om dette ville være en overtrædelse af tavshedspligten i den daværende LFV § 4, stk. 1. Finanstilsynet lagde i den forbindelse til grund, at der ved vurderingen af videregivelse skulle foretages en afvejning mellem virksomhedens interesse i at videregive informationerne og kundernes (dvs. fordringsdebitorerne) berettigede forventning om hemmeligholdelse af disse. Finanstilsynet lagde i den forbindelse til grund, at da videregivelse alene skete i den finansielle virksomheds interesse, og da der ikke var nogen sikkerhed for, at fordringerne ikke blev videresolgt med en yderligere spredning af oplysningerne til følge, fandtes der ikke at foreligge forhold, der kunne begrunde en tilsidesættelse af kundernes interesse i hemmeligholdelse. Følgelig kunne der ikke ske en videregivelse af oplysninger. Pengeinstituttet valgte efterfølgende at indbringe sagen for Erhvervsankenævnet, hvorfra der endnu ikke foreligger en afgørelse.

På baggrund af denne afgørelse, må det anses for udelukket, at der i securitisation transaktioner kan anvendes en ekstern administrator, i det omfang originatoren måtte være omfattet af bestemmelserne i Lov om finansiel virksomhed, medmindre Erhvervsankenævnet ændrer afgørelsen.

## 4. Repræsentation af obligationsejerne

Som indledningsvis anført adskiller securitisation obligationer sig fra andre obligationer ved, at der gives investor en pantesikkerhed for betaling af renter og afdrag i modsætning til det ellers almindelige personlige gældsansvar. Hertil kommer, at det formålsbestemte selskab ofte vil have fraskrevet sig sit personlige gældsansvar, og i det omfang gældsansvaret ikke er fraskrevet, som udgangspunkt ikke vil have en tilstrækkelig kapital til at indfri securitisation obligationerne ved disses udløb, hvorfor et sådant ansvar alligevel ikke vil være meget bevendt.

Udstedelsen af pantsikrede obligationer skaber imidlertid et behov for en konstruktion, igennem hvilken der kan ske en pantsætning til fordel for de enkelte investorer – obligationsejerne – samt en håndhævelse af delte pant på en administrativ let og fleksibel måde. Det er umiddelbart klart, at en pantsætning, der kan håndhæves af hver enkelt obligationsejer individuelt og uafhængigt af de øvrige obligationsejere, må anses for at være overordentlig uhensigtsmæssigt. I den danske securitisationpraksis har interessen da også primært samlet sig omkring forskellige mellemmandskonstruktioner, hvor pantsætningen sker til og håndhæves af en mellemmand på vegne af de til enhver tid værende obligationsejere.

Dernæst vil der som i enhver anden obligationsudstedelse være behov for en regulering af, hvorledes de enkelte obligationsejere kan udøve deres respektive beføjelser i forhold til udstederen. Dette spørgsmål aktualiseres navnlig i de situationer, hvor udstederen misligholder sine forpligtelser. Ligeledes i denne situation er der behov for en mekanisme, hvorigennem obligationsejerne kan gøre deres indflydelse gældende.

I det følgende skal vi kort præsentere de enkelte mellemmandskonstruktioner, redegøre for de opgaver og beføjelser de forskellige repræsentanter måtte være tillagt, samt berøre ansvarsproblematikken.

### 4.1. Trust instituttet

I de første danske securitisations er der anvendt en konstruktion, hvor der medvirker en i udlandet domicileret trust.<sup>32</sup> De underliggende aktiver er i denne konstruktion pantsat til de enkelte obligationsejere via trusten som mellemed, således at denne holder pantet *on trust* for de til enhver tid værende *beneficiaries*. Da pantsætning sker til *trustee* som

---

32. Se til illustration prospektet for CMO Denmark II A/S, der tillige vil danne grundlag for den efterfølgende gennemgang.

*legal owner*, er der intet til hinder for, at de enkelte obligationsejere kan afhænde deres obligationer med det dertil hørende pant, uden at der skal foretages en fornyet pantsætning, sikringsakt m.m. Fordelen ved trusten er jo netop, at ejendomsretten til de aktiver, der holdes on trust, er delt imellem trustee, der er legal owner, og de begunstigede, der er *beneficial owners*.

Anvendelsen af trustinstituttet i danske transaktioner er imidlertid ikke uproblematisk, henset til det forhold at dansk ret ikke anerkender, at ejendomsretten til aktiver kan være delt på denne måde. Det er således karakteristisk for dansk ret, at mens man anerkender, at ejendomsretten over et givet aktiv til tider kan være indskrænket som følge af begrænsede rettigheder over selv samme aktiv, anerkender man ikke, at ejendomsretten som sådan kan være delt. At man således ikke efter dansk ret kan stifte en trust er indlysende. Det springende punkt er imidlertid, som aktualiseret ved de ovennævnte securitisation transaktioner, hvilke retsvirkninger en i udlandet domicileret trust vil have i Danmark. Mere præcist er det relevant at overveje, i hvilket omfang trustee vil blive anerkendt som obligationsejernes legale repræsentant i forhold til udstederen, samt hvorledes det forhold, at pantsætningen er sket til fordel for trustee, skal bedømmes.

Indledningsvis bemærkes det, at i de foreliggende securitisation transaktioner, hvori der er gjort brug af trust instituttet, har både den *trust deed*, der etablerer trust forholdet, og alle andre forhold, der vedrører trusten, været underlagt engelsk ret i modsætning til resten af transaktionen, der har været underlagt dansk ret. Det må i den forbindelse antages, at partsautonomien råder på dette område, således at parterne kan aftale anvendelse af det i common law kendte trust institut, jf. således *Federspiel* i U 1999 B 361.<sup>33</sup> Herefter vil trustees beføjelser i forhold til obligationsejerne dels være reguleret af den førnævnte trust deed, dels være reguleret af reglerne i *equity* vedrørende trusts. Det centrale forhold er imidlertid, i hvilket omfang udstederen og andre aktører, der måtte komme i berøring med trustee i Danmark, skal an-

---

33. Romkonventionen finder ikke anvendelse i forhold til stiftelse af trusts eller forholdet mellem stiftere, trustees og begunstigede, jf. konventionens art. 1, stk. 2, litra g. Haager-trustkonventionen, der ikke er tiltrådt af Danmark, men som alligevel bør tillægges en vis vægt jf. *Arnt Nielsen: International privat og procesret (1997)* s. 157, vil underlægge trusten loven i det land, som stifteren udtrykkeligt eller stiltiende har valgt, jf. konventionens art. 6. I dette tilfælde fører dette tillige til, at forholdet skal bedømmes efter engelsk ret.

erkende dennes beføjelser som trustee, eller om det kan kræves, at denne særskilt via en fuldmagt dokumenterer sin legitimation til at repræsentere obligationsejerne. Der synes ikke at være retspraksis på området, men udgangspunkt må være det, at såfremt trusten er gyldigt stiftet i henhold til engelsk ret, og såfremt trustee alene udøver de beføjelser denne er tillagt i den relevante trust deed, må dette generelt anerkendes – også i Danmark.<sup>34</sup> Med henblik på at undgå evt. komplikationer er forholdet dog det, at man i de danske securitisation transaktioner har tillempt den almindelige trust dokumentation noget, således at trustee tillige er opført som obligationsejernes repræsentant. Trust dokumentationen består således ikke udelukkende af en trust deed, men derimod af en *Trust deed and Representation Agreement*. Hermed skulle en evt. tvivl om trustees legitimation til at repræsentere obligationsejerne være undgået.

Et tilsvarende spørgsmål gør sig gældende på det tingsretlige plan. Som anført af *Federspiel* kan man næppe i Danmark anerkende og opretholde forskellen mellem legal og beneficial ownership, som det kendes fra det engelske trust institut. En pantsætning af de underliggende aktiver til trustee, alene i dennes egenskab af trustens legale repræsentant, kan derfor ikke accepteres i forhold til dansk ret. En accept af en sådan pantsætning vil reelt indebære en accept af et kreditorly i form af selvåndlæggelse. På samme måde som før er fremgangsmåden derfor den, at trust dokumentationen tillemptes, således at trustee tillige specifikt udpeges som obligationsejernes repræsentant, og at pantsætningen til denne derfor sker i dennes egenskab af disses repræsentant. Det skal dog i den forbindelse bemærkes, at der nødvendigvis må træffes foranstaltninger til, at de underliggende aktiver, herunder den likviditet der løbende indkommer fra disse i takt med, at der betales renter og afdrag, holdes adskilt fra trustees øvrige formue, da der ellers ikke vil være etableret nogen kreditorbeskyttelse.<sup>35</sup>

#### 4.1.1. Opgaver og beføjelser

Trustees opgaver og beføjelser fremgår af obligationsvilkårene, således som disse er gengivet i det prospekt, der ligger til grund for de enkelte udstedelser. En mere detaljeret redegørelse for de respektive opgaver

---

34. Jf. til eksempel *Federspiel* i U 1999 B 361 med yderligere henvisninger.

35. Spørgsmål af ejendomsretlig karakter skal afgøres efter *lex situs*, d.v.s. i dette tilfælde dansk ret, såfremt de relevante underliggende aktiver er registreret i Danmark.

og beføjelser findes tillige i den Trust deed and Representation Agreement, der via henvisningen i obligationsvilkårene tillige udgør en del af disse.<sup>36</sup>

I de danske securitisation transaktioner er trustees opgaver centreret omkring den kollektive udøvelse af misligholdelsesbeføjelserne.<sup>37</sup> Det bemærkes herved, at så længe obligationsvilkårene overholdes af udstederen, dvs. det formålsbestemte selskab, vil der ikke som sådan være behov for en fælles koordination obligationsejerne imellem. Før der foreligger misligholdelse, har trustee kun den funktion at optræde som en repræsentant for pantagerne, således at pantet kan registreres centralt i dennes navn, dvs. at denne kan fremstå som rettighedshaver i Værdipapircentralen.

I tilfælde af misligholdelse er der derimod behov for, at de respektive obligationsejeres misligholdelsesbeføjelser og evt. senere tvangsfuldbyrdelse koordineres fra centralt hold. Dette sker ved, at trustee tillægges en eksklusiv beføjelse til på vegne af alle obligationsejere at iværksætte de fornødne skridt. Følgende fremgår således af vilkårene<sup>38</sup>:

(D) Only the Trustee and Representative may pursue the remedies available under the general law, the Trust Deed and Representation Agreement, these Conditions or otherwise to enforce the rights of Noteholders II or holders of Shortfall Securities II...

....

(ii) Limited recourse; extinguishment of liability

Noteholders II and the holders of any Shortfall Securities II shall have recourse only to the Security II and not to any other assets of the Company. The Pledges II may be enforced only by the Trustee and Representative (acting in its capacity as representative of the Noteholders II and holders of any Shortfall Security II) and not by the Note-

36. Fremgangsmåden med at inkorporere bestemmelserne i Trust deed'en gennem henvisning til obligationsvilkårene er et levn fra den tid, hvor obligationerne stadig blev udstedt i papirform, og hvor man af pladmæssige årsager ikke kunne gengive alle obligationsvilkår på selve obligationen.

37. I de fleste obligationsudstedelser, danske eller udenlandske, vil trustees opgave være centreret omkring udøvelsen af disse beføjelser og vil ofte være selve rationalet for at udpege en trust. Om andre opgaver og begrundelser for at anvende en trust i stedet for eksempelvis en *fiscal agent* se generelt *Wood: International Loans, Bonds and Securities Regulation*, (1995) s. 164 ff.

38. Jf. prospekt for CMO Denmark II A/S s. 37 resp. s. 38 ff.

holders or the holders of any Shortfall Securities II themselves and in any event subject to the limitations on enforcement contained in the Pledges II and the Bank and Intercreditor Agreement II (as defined in the Trust Deed and Representative Agreement). Noteholders II and holders of any Shortfall Securities II will not have any direct rights against the Company and, on the exercise of the Power of Sale (referred to below), the rights of Noteholders II and the holders of any Shortfall Securities II shall be limited to receiving their shares of the proceeds of the exercise of the Power of Sale held by the Trustee and Representative pursuant to the terms of the English law trust declared under the terms of the Trust Deed and Representative Agreement.

En sådan (uigenkaldelig) delegation af misligholdelsesbeføjelser og beføjelser til at realisere det pantsatte er som udgangspunkt gyldig og binder alle obligationsejerne, da bestemmelserne jo udgør en del af obligationsvilkårene. Ovenstående vilkår er i øvrigt udtryk for en såkaldt *no action clause*.

Det forhold, at det alene er trustee, der på vegne af obligationsejerne kan udøve misligholdelsesbeføjelserne, er dog ikke ensbetydende med, at denne også kan tage stilling, hvornår disse skal udøves, samt hvilke begivenheder der måtte være udtryk for misligholdelse. Med hensyn til det sidste fremgår det af obligationsvilkårene, at nedenstående begivenheder vil være udtryk for misligholdelse:

#### **8. Repayment in Event of Default**

- (A) If any of the following events (each an "Event of Default") shall occur:
- (i) default being made for a period of 14 days after the due date in the payment of principal of any Notes II or any interest on any Notes II when and as the same ought to be paid in accordance with these Conditions; or
  - (ii) Interest Shortfall Securities II or Principal Shortfall Securities II are issued and are not redeemed within 14 days; or
  - (iii) the Company failing duly to perform or observe any other obligation, condition or provision binding upon it under these Conditions or the Documents (other than solely in respect of the Existing Notes or the mortgage bonds purchased with the proceeds of issue of the Existing Notes or the pledged accounts in respect of the Existing Notes and/or of any Further Notes or Further Mortgage Bonds or Further Pledged Accounts other than the Notes II, the Mortgage Bonds II, the Pledged Accounts II, the Floating Deposit II or the Settlement Account II) and, in any such case (except where the Trustee and Representative



- certifies that, in its opinion, such failure is incapable of remedy, when no notice requiring it to be remedied will be required) such failure continues for a period of 30 days following the service by the Trustee and Representative on the Company of notice in writing requiring the same to be remedied; or
- (iv) the Company ceasing or, through an official action of the Supervisory Board of the Company, threatening to cease to carry on business or the Company being unable to pay its debts as and when the fall due; or
  - (v) proceedings being initiated by or against the Company under any applicable bankruptcy, insolvency, composition, reorganisation or other similar laws, or execution or other process being levied or enforced upon or sued out against the whole or any substantial part of the undertaking or assets of the Company, and such proceedings, execution or process (as the case may be) are not discharged or do not otherwise cease to apply within 60 days; or
  - (vi) the Company initiating or consenting to judicial proceedings relating to itself under any applicable bankruptcy, insolvency, composition, reorganisation or other similar laws,

then the Trustee and Representative shall notify the Noteholders II and the holders of the Shortfall Securities II (if any) in accordance with Condition 12 and the Company of the occurrence of the relevant Event of Default as soon as practicable after it becomes aware thereof (such notice being referred to herein as an "Event of Default Notice") and, at any time after the occurrence and during the subsistence of that or any other Event of Default, shall, if so requested or directed by the Requisite Majority (but subject to being indemnified to its satisfaction), give notice in writing (an "Acceleration Notice") to the Company declaring the Notes II to be due and repayable.

Til ovenstående bemærkes, at der ingenlunde er tale om særlige vilkår, der alene gør sig gældende i securitisering sammenhænge. Derimod er de udtryk for forholdsvis standardiserede vilkår, der vil kunne genfindes i almindelige erhvervsobligationer, om end de her efter omstændighederne vil være noget mere omfattende.

Indtræder en af ovenstående begivenheder, foreligger der misligholdelse, der giver obligationsejerne ret til at udøve en række misligholdelsesbeføjelser, herunder retten til at opsiges obligationerne til øjeblikkelig indfrielse og i givet fald at tvangsfuldbyrde den relevante pantsikkerhed. Obligationsejerne er dog på grund af den tidligere nævnte

delegation af misligholdelsesbeføjelser til trustee udelukket fra selv at udøve disse. I stedet må trustee instrueres om på vegne af obligations-ejerne at udøve disse beføjelser. En sådan instruks kan enten være i form af a) en skriftlig instruks fra et antal obligationsejere, der tilsammen besidder en given majoritet af de udestående obligationer eller b) en *Extraordinary Resolution*, hvor der træffes beslutning om dette.<sup>39</sup> I modsætning til hvad der kendes fra eurobond trust deeds, synes der ikke at være tillagt trustee en diskretionær adgang til selv at gøre misligholdelsesbeføjelser gældende, ligesom krav om, at der først foreligger misligholdelse, såfremt trustee erklærer, at indtræden af en given event of default er *materially prejudicial* i forhold til obligationsejerne, ej heller er medtaget.

For det tilfælde at trustee trods behørig instruks herom undlader at gøre misligholdelsesbeføjelser gældende, vil trustee dels udsætte sig for risikoen for erstatningsansvar, jf. nedenfor afsnit 4.1.3., dels vil den før omtalte no action klausul blive suspenderet, således at den enkelte obligationsejer direkte kan gøre krav gældende mod det formålsbestemte selskab.<sup>40</sup>

Et andet spørgsmål i relation til no action klausulen er, hvorvidt et flertal af obligationsejere kan binde et mindretal til at acceptere en given kurs i forhold til det formålsbestemte selskab, eller mere præcist om et givet flertal af obligationsejere altid kan gøre no action klausulen gældende over for et mindretal og dermed forhindre disse i at sagsøge det udstedende selskab, eller om der findes tilfælde hvor denne må fortolkes indskrænkende.

Spørgsmålet skal i de foreliggende tilfælde afgøres efter engelsk ret, henset til det foretagne lovvalg. I henhold til tidlig engelsk retspraksis antages det, at no action klausuler generelt binder investorerne, således at de ikke selvstændigt kan forfølge deres krav jf. *Rogers & Co. v. British*

---

39. Om den nærmere procedure se til eksempel prospektet for CMO Denmark II A/S s. 40.

40. Jf. forudsætningsvis den citerede klausul (ii), hvorefter obligationsejerne "...in any event..." skal respektere de begrænsninger i tvangsfuldbyrdelsen, der følger af den underliggende dokumentation. Vilkåret om, at no action klausulen suspenderes i tilfælde af, at trustee nægter at efterkomme obligationsejernes behørig instruks, forefindes normalt i selve trust deed'en. Selv i mangel af et sådant vilkår må det dog antages, at klausulen suspenderes i sådanne tilfælde. Se tillige *Wood: International Loans, Bonds and Securities Regulation* (1995) s. 176.

and Colonial Colliery Supply Association (1898) 68 LJ QBD.<sup>41</sup> I modsætning til hvad der er tilfældet i USA, findes der ikke i England et modstykke til bestemmelsen i *Trust Indenture Act 1939*<sup>42</sup>, hvorefter der ikke gyldigt kan inkluderes en no action klausul, der forhindrer investorerne i at sagsøge det udstedende selskab i tilfælde af betalingsmisligholdelse.<sup>43</sup> Efter engelsk ret vil et mindretal således som udgangspunkt være afskåret fra selvstændigt at iværksætte misligholdelses- og tvangsfuldbyrdsesskridt, såfremt denne fremgangsmåde ikke godkendes af kreditorflertallet, selv i tilfælde af betalingsmisligholdelse. I forbindelse med sådanne afstemninger kan obligationsejerne i øvrigt frit følge deres egne interesser jf. *Goodfellow v Nelson Line* [1912] 2 Ch. 324. En generel pligt til at foretage en helhedsvurdering af situationen og vælge den fremgangsmåde, der samlet set tjener kreditor kollektivet bedst, eksisterer ikke.

En øvre grænse for, i hvilken udstrækning mindretallet skal acceptere flertallets beslutninger, findes alene i de tilfælde, hvor flertallet træffer beslutning om en fremgangsmåde, der direkte har til formål at undertrykke og/eller skade mindretallet.

Engelsk retspraksis om no action klausuler og beslutninger truffet i medfør heraf kan normalt sammenfattes således, at de binder mindretallet og tillægges fuld effekt såfremt<sup>44</sup>:

- 1) the decision was clearly within the terms of the power,
- 2) the majority were in good faith, i.e. not motivated solely by malice or vindictiveness,
- 3) there were no secret advantages to some creditors to procure their votes, e.g. bribes, and
- 4) most difficult of all, there was no unjust oppression of the minority so as to constitute a fraud on the minority, e.g. by discriminatory decision denying the minority an advantage granted to the majority. This has sometimes been stated as a test that the power con-

41. Se tillige *Tennekoon: The Law and Regulation of International Finance* (1991), s. 212.

42. Se bestemmelsen U.S.C. s. 77 ppp(b).

43. Derimod kan der gyldigt aftales, at investorerne påtager sig en no action klausul med hensyn til udøvelse af andre af deres beføjelser, jf. således den ofte citerede *Watts v. Missouri-Kansas-Texas Railroad Co.* 383 F 2d 571.

44. Jf. *Wood: Syndicated Credit Agreement: Majority Voting*, [2003] C.L.J., p. 261.

ferred on majorities must be exercised bona fide for the purpose of benefiting the class as a whole – a kind of pale fiduciary altruism.<sup>45</sup>

#### 4.1.2. *Ansvar*

Trustees ansvar for fejl og forsømmelser skal i de foreliggende transaktioner bedømmes efter engelsk ret. Efter engelsk trust ret påhviler der trustee en række fiduciariske forpligtelser over for de til enhver tid værende beneficiaries. Tilsidesættelse af en eller flere af disse forpligtelser kan medføre erstatningsansvar for trustee, ligesom denne kan blive forpligtet til at aflevere en evt. fortjeneste, denne har opnået ved at udføre opgaver for andre end de begunstigede uden deres tilladelse. Almindeligvis kan disse pligter sammenfattes til følgende: a) ingen interessekonflikt, b) ingen delegation af beføjelser og pligter samt c) udøvelse af due skill and diligence i forbindelse med opgavevaretagelsen. Omfanget af disse forpligtelser kan efter omstændighederne reduceres via udtrykkelige aftaler mellem trustee og de begunstigede og bliver det ofte.

I en ansvarsretlig sammenhæng er det kravet om udøvelse af due skill and diligence, der påkalder sig særlig interesse, idet dette er målestokken for, om der kan gøres erstatningsansvar gældende mod trustee i forbindelse med dennes opgavevaretagelse. Har trustee således ikke levet op til kravet om due skill and diligence, vil der kunne gøres et ansvar gældende. Dermed er det klart, at ansvaret er et culpa ansvar, hvor målestokken er due skill and diligence.

Det nøjagtige indhold i kravet om due skill and diligence er i sagens natur ikke statisk, men udvikles derimod løbende i retspraksis.

Som udgangspunkt stilles der dog i equity ikke særlige høje krav i relation til udøvelsen af due skill and diligence.<sup>46</sup> Trustee skal alene udfolde rimelige bestræbelser og omhu i sin opgavevaretagelse.

Anderledes forholder det sig imidlertid, såfremt der måtte være tale om en professionel trustee. Her højnes kravene ganske betydeligt, således at trustees handlinger bedømmes ud fra det forhold, at den professionelle trustee vil have ansat specialiseret personale, der må antages at have særlige forudsætninger for at bearbejde og forstå finansiel information modtaget fra udstederen, at trustee modtager et ikke ubety-

---

45. Efter afgørelsen *Redwood Master Fund Ltd. v. TD Bank Europe Ltd.* [2002] All E.R. (D) 141, må det anses for tvivlsomt om der eksisterer en sådan generel forpligtelse.

46. Dette står i en vis kontrast til de øvrige fiduciariske pligter, hvor selv en mindre overtrædelse vil være udtryk for breach of trust.

deligt honorar for sin indsats og endelig at de professionelle trustees ofte vil have markedsført sig på tilstedeværelsen af en særlig ekspertise, jf. således i det hele *Bartlett v. Barclay's Bank Trust Co. Ltd.*<sup>47</sup>

En forudsætning for at gøre et ansvar gældende mod trustee er dog, at denne har udvist en culpøs adfærd i forbindelse med varetagelsen af sine opgaver/pligter. I det omfang disse opgaver begrænses, begrænses risikoen for erstatningskrav tilsvarende. Risikoen for erstatningskrav er særligt udtalt i de situationer, hvor trustee ikke er underlagt en egentlig handlepligt, men hvor denne har *bemyndigelsen* til at træffe visse foranstaltninger. Eksempler på sådanne situationer er klausuler i trust deed'en, hvorefter trustee med bindende virkning for obligationsejerne er bemyndiget til at godkende visse ændringer i dokumentationen eller frafalde at gøre indsigelser gældende mod forhold, der potentielt set er udtryk for misligholdelse, så længe det skønnes, at disse ikke er *materially prejudicial* i relation til obligationsejerne. Tilsvarende er der en særlig risiko for erstatningskrav i de tilfælde, hvor trustee uafhængigt af kreditorkollektivets instrukser er bemyndiget til at opsigte obligationerne til øjeblikkelig indfrielse i tilfælde af misligholdelse. I begge disse situationer vil der være risiko for erstatningskrav, såfremt det efterfølgende måtte vise sig, at trustees dispositioner medfører et tab for obligationsejerne. Et tab, som evt. kunne være undgået, såfremt trustee havde handlet på en anden måde. Med henblik på at undgå sådanne krav, vil der normalt i trust dokumentationen være indsat en ansvarsfraskrivelse/ansvarsbegrænsning<sup>48</sup> a la den nedenstående:<sup>49</sup>

(ii) The Trustee and Representative shall, as regards all the trusts, powers, duties, authorities and discretions vested in it by the Trust Deed and Representation Agreement, or by operation of law, have absolute and uncontrolled discretion as to the exercise or non-exercise thereof

47. [1980] Ch. 515.

48. I visse tilfælde vil der være tale om en egentlig ansvarsfraskrivelse, eksempelvis når trustee helt eller delvist fraskriver sig ansvaret for tab opstået grundet en tilsidesættelse af trustees pligter. I andre tilfælde vil de anvendte klausuler mere have karakter af at være ansvarsbegrænsninger. Disse er kendetegnet ved det forhold, at de ikke så meget har til hensigt at begrænse ansvaret for opståede tab, men derimod at begrænse omfanget af de pligter, hvis tilsidesættelse kan føre til erstatningsansvar. Som bekendt er det i engelsk ret en betingelse for ethvert erstatningsansvar, at skadevolderen har tilsidesat en *duty of care*, som denne havde i relation til skadelidte og at denne tilsidesættelse medførte et tab. Begrænses eller negativeres denne duty of care, begrænses risikoen for et erstatningsansvar tilsvarende.

49. Prospekt for CMO Denmark II A/S, s. 58.

and, provided it shall not have acted fraudulently, the Trustee and Representative shall not be responsible for any loss, costs, damages, expenses or inconvenience that may result from the exercise or non-exercise thereof.

Klausulen præciserer, at det alene er trustee, der afgør i hvilket omfang en given bemyndigelse skal udnyttes i et konkret tilfælde.<sup>50</sup> Afgørelsen af evt. tvivlsspørgsmål i relation til udøvelsen af trustees diskretionære beføjelser og mere generelt i relation til udøvelsen af dens opgaver vil som hovedregel være henlagt til trustee, jf. til eksempel nedenstående klausul.<sup>51</sup>

(iii) The Trustee and Representative as between itself and the Noteholders II and the holders of any Shortfall Securities II, shall have full power to determine all questions and doubts arising in relation to the exercise of any discretions, powers or authorities vested in it pursuant to any of the provisions of the Conditions or any of the Documents and every such determination, whether made upon a question actually raised or implied in the acts or proceedings of the Trustee and Representative, shall be conclusive and shall bind the Trustee and Representative and the Noteholders II and the holders of any Shortfall Securities II.

I forhold til engelsk ret vil ovenstående ansvarsfraskrivelser/ansvarsbegrænsninger normalt blive opretholdt af domstolene. Anlægger en eller flere kreditorer sag mod trustee med påstand om, at denne burde have udøvet sine diskretionære beføjelser i en given situation, hvor der ikke bestod en klar handlepligt, vil domstolene alene foretage en mere generel vurdering af trustees handlemåde. Det bemærkes, som det tillige fremgår af klausul (ii), at trustee i sagens natur ikke kan anvende klausulen, såfremt han har handlet *fraudulently*, dvs. svigagtigt. I fravær af en sådan handlemåde må det antages, at der vil være endog meget vide rammer for, hvorledes trustee kan udøve sine diskretionære beføjelser uden at pådrage sig et erstatningsansvar.

---

50. Dog må der i sagens natur tages forbehold for de situationer, hvor kreditor-kollektivet i overensstemmelse med trust deed'ens bestemmelser pålægger trustee at iværksætte bestemte foranstaltninger, eksempelvis at realisere en af udsteder stillet sikkerhed. I disse situationer har trustee ingen diskretionære beføjelser, uagtet den ovenfor citerede klausul, der øjensynligt indikerer, at trustee også i forbindelse med sådanne duties har diskretionære beføjelser.

51. Prospekt for CMO Denmark II A/S, s. 58

Andre hyppigt forekommende ansvarsfraskrivelser/ansvarsbegrænsninger vil være følgende:

- En bestemmelse, hvorefter trustee kan disponere på baggrund af råd, informationer og vurderinger modtaget af eksperter, og hvor der ikke efterfølgende kan rettes krav mod trustee, såfremt disse råd, informationer og vurderinger måtte vise sig at være forkerte og føre til tab;
- En bestemmelse, der giver trustee ret til at uddelegere en del af sine opgaver til tredjemand, og hvor trustee fraskriver sig ansvaret for dennes fejl og forsømmelser;
- En bestemmelse, hvorefter trustee ikke er forpligtet til at foretage undersøgelser på egen hånd med henblik på at verificere udstederens økonomiske status. Trustee vil efter klausulen være berettiget til alene at handle på baggrund af den information, denne er blevet meddelt via officielle compliance certifikater, regnskaber etc;
- En bestemmelse, der fritager trustee for at handle på grundlag af informationer om udstederen, som denne på anden vis er kommet i besiddelse af, ligesom klausulen fritager trustee fra at videregive denne information til kreditorerne;
- En bestemmelse, hvorefter trustee fraskriver sig ansvaret for evt. fejl og mangler ved den dokumentation, der ligger til grund for transaktionen.

I hvilket omfang, ovennævnte ansvarsfraskrivelse/ansvarsbegrænsninger vil blive opretholdt af de engelske domstole, må vurderes på en individuel basis. Dog kan det generelt anføres, at desto mere specifikke de enkelte klausuler er, desto større er sandsynligheden for, at disse bliver opretholdt.

Med hensyn til de to første bestemmelser bemærkes det, at disse generelt må antages at blive opretholdt af engelske domstole, forudsat at trustee har udvist et vist minimum af due skill and care i udvælgelsen af de nævnte eksperter, der hyppigt vil være revisorer/advokater m.v. Er den fornødne omhu blevet udvist ved udvælgelsen af disse, vil trustee næppe uden yderligere holdepunkter blive ansvarlig for tab forårsaget af disse.<sup>52</sup>

Hvad angår den tredje og fjerde bestemmelse er forholdene mere

---

52. Se dog kritisk hertil sagen *Richardson v. Union Mortgage Co.*, 210 Iowa, 346, 228 N W 103 (1933), hvor en lignende klausul ikke blev tillagt nogen virkning. Retten lagde

omtvistede. Det er generelt accepteret, at der ikke påhviler trustee nogen selvstændig forpligtelse til at iværksætte undersøgelser af udstederens økonomiske status, men at denne som udgangspunkt alene kan nøjes med at gennemgå regnskaber og anden information, som ustederen i overensstemmelse med aftalen er forpligtet til at fremsende. Det springende punkt er imidlertid, om trustee er forpligtet til at foranstalte yderligere undersøgelser i de tilfælde, hvor den fremsendte information indikerer, at der foreligger misligholdelse. Der kan ikke gives noget entydigt svar herpå. Det er ganske vist antaget, at i den tilsvarende situation ved syndikerede lån påhviler der ikke agentbanken en sådan pligt, men forholdene er ikke nødvendigvis sammenlignelige. Forholdet er således det, at i tilfældet med de syndikerede lån er alle kreditorer sofistikerede kreditorer, dvs. kreditorer der selv er i besiddelse af en betydelig analytisk kapacitet, ligesom kreditorerne i sådanne aftaler generelt foretrækker selv at varetage egne interesser.

Ovenstående gør sig ikke nødvendigvis gældende i forhold til obligationsudstedelser, hvilket *kan* tale for, at trustee har en udvidet undersøgelsespligt i sådanne tilfælde. Tærsklen, for hvornår en sådan undersøgelsespligt indtræder, må være bestemt af, hvor stærke indikatorer på misligholdelse der findes i den foreliggende dokumentation. Er disse tilstrækkeligt stærke og følger trustee ikke situationen op med krav om compliance certifikater, ifalder denne efter omstændighederne ansvar, uagtet den tidligere nævnte ansvarsfraskrivelse.

I relation til ansvarsfraskrivelsen vedrørende fejl og mangler i den dokumentation, der ligger til grund for dokumentationen, må denne generelt forventes at blive opretholdt, allerede fordi trustee som sådan ikke vil have medvirket til eller påtaget sig ansvaret for at udarbejde denne.

#### 4.2. Obligationsejernes repræsentant

I de senere danske securitisations er trust instituttet gledet ud til fordel for en ny mellemmand i form af *obligationsejernes repræsentant*.<sup>53</sup> Denne repræsentant, der rettelig må betegnes som værende en fiduciarisk repræsentant for obligationsejerne, har visse lighedspunkter med den

---

i den forbindelse vægt på, at trustee var "*something more than an employment agency*". Sagen er citeret hos *Wood: International Loans, Bonds and Securities Regulation*, (1995), s. 209.

53. Se til eksempel BIG 2 A/S' udstedelser.



ovenfor nævnte trustee, men da dansk ret som nævnt ovenfor ikke indeholder et lovreguleret institut svarende til det engelske trust institut, skal det juridiske grundlag for obligationsejernes repræsentants virke findes i mellemmandsretten. Tilstedeværelsen af en obligationsejer repræsentant hviler på securitisation obligationernes obligationsvilkår, dvs. repræsentationen er et vilkår på linje med forrentningsvilkår, sikkerhedsstillelsesvilkår og øvrige vilkår i det hele taget. Securitisation obligationerne er således ved udstedelsen født med en repræsentant for obligationsejerne.

I kombination med en "no action" bestemmelse om, at obligations-ejerne ikke kan håndhæve de panthaverbeføjelser, der er tillagt repræsentanten, vil repræsentationen af obligationsejerne således være en tvungen repræsentation (i modsætning til den gængse mellemmandsret).

Selve vilkåret om repræsentation er udformet forskelligt sprogligt, men en betegnelse, der ofte anvendes, er: "obligationsejernes panthaverbeføjelser er uigenkaldeligt overdraget til en udnævnt repræsentant for obligationsejerne, der ...,gøres eneberettiget og enelegitimeret til at udøve obligationsejernes panthaverbeføjelser". Den sproglige udformning af vilkåret anvender således termer kendt fra mellemmandsretten om fuldmagt.

Ved at købe obligationen indtræder obligationsejeren i retsstillingen og anses ved sin blotte erhvervelse af obligationerne, som havende givet bemyndigelsen og legitimationen, som beskrevet i obligationsvilkårene, til obligationsejernes repræsentant og samtidig at have afskrevet sig retten til selv at gøre de overdragne beføjelser gældende. At en bemyndigelse og legitimation anses for givet af en obligationsejer ved den blotte erhvervelse af obligationerne, kendes også fra obligationsudstedelser tilknyttet en trustee og fra garanterede strukturerede obligationsudstedelser, hvor retten til at kræve garantien, der er stillet af en tredjemand, tilkommer en garantiagent eksklusivt, hvilken garantiagent optræder på vegne af obligationsejerne. Garantiagenten kan være undergivet engelsk trustee Lovgivning eller retsstillingen for fuldmægtige i den relevante jurisdiktion for garantiagenten.

At udnævne en enkelt repræsentant til at repræsentere en flerhed af personer i relation til formueretlige problemstillinger kendes bl.a. fra LFV § 47:

#### § 47

Er der inden for erhvervsforhold stillet kaution for lån ydet af et pengeinstitut, og udebliver låntager med betaling af hovedstol, afdrag eller renter, skal der senest 6 måneder efter de pågældende ydelsers forfaldsdag skriftligt gives meddelelse til enhver af kautionisterne eller til den eller dem af disse, der er bemyndiget til at modtage meddelelsen på samtlige kautionisters vegne. Undtagelse heraf medfører, at pengeinstituttet taber sit krav over for kautionisterne, i det omfang disses regreskrav mod låntageren er blevet forringet ved unkladelsen.

Den formueretlige forvaltning, en obligationsejer repræsentant udfører, og som er beskrevet nedenfor, har betydelige lighedspunkter med depositarens rolle. En depositar er en art fuldmægtig, typisk en bank, advokat eller ejendomsmægler, der på vegne af flere parter, der kan have indbyrdes modstridende interesser eller holdninger, forvalter formueretlige midler alene under iagttagelse af parternes aftalte deponeringsvilkår og uden skelen til parternes interesser i øvrigt. I lighed med hvad der er gældende for securitisation obligationer, har parterne også aftalemæssigt afskåret sig fra individuelt at kunne hæve deponeringsaftalen og kræve de forvaltede midler tilbagebetalt uden for deponeringsaftalens rammer.

Obligationsejer repræsentanten er en indkorporeret skikkelse i dansk børsret og Fondsbørsens regelsæt "*Håndbog for udstedere på Københavns Fondsbørs*", kapitel 6, bilag 8 Obligationer, pkt. 34 bestemmer, at et prospekt skal indeholde "oplysning om en eventuel repræsentation ("trustees") for obligationsindehavere".

#### 4.2.1. Opgaver og beføjelser

I den traditionelle fuldmagtslære sondres ved fastlæggelsen af fuldmagtens omfang mellem bemyndigelsen, der er den subjektive angivelse mellem hovedmanden og fuldmægtigen, om fuldmagtens omfang og selve fuldmagten, der indeholder de objektive grænser for fuldmagten i forhold til tredjemand.<sup>54</sup> Da hovedmanden, obligationsejeren, ikke selv har formuleret fuldmagten til obligationsejernes repræsentant, måske slet ikke kender denne, og i øvrigt er bundet af en 'no action' klausul om ikke selv at kunne håndhæve sine rettigheder som pantnaver på det specifikke område, der er overladt til repræsentanten, vil den praktiske

---

54. Jf. bl.a. *Lyng Andersen & Bo Madsen: Aftaler og mellemmand* (4.udg.2001), s. 285 ff.

fortolkning og håndtering af fuldmagten hvile på de objektive grænser af denne, og det vil vanskeligt kunne tænkes, at der indfortolkes videre rammer for fuldmagten end de explicit i obligationsvilkårene angivne.

Obligationsejernes repræsentants opgaver og beføjelser hviler således på en objektiv fortolkning af de opgaver og beføjelser, der er tillagt ham i prospektet. Hertil kan der yderligere være detaljerede forskrifter for hans virke i en egentlig repræsentationsaftale indgået mellem obligationsudstederen og repræsentanten, men disse bestemmelser vil kun påvirke fuldmagtens grænser i det omfang repræsentationsaftalen er en inkorporeret del af prospektet. Dette bevirker også, at en generalklausul om at obligationsejernes repræsentant skal påse, at udstederen overholder obligationsvilkårene, som de er beskrevet i prospektet, samt generelt skal varetage panthaverinteresserne for samtlige obligationsejere, skal fortolkes indskrænkende til de faktisk beskrevne beføjelser.

Hovedbeføjelserne vil typisk være a) som repræsentant for panthaverne at modtage pantsætningserklæringen herunder sikre, at den relevante sikringsakt er opfyldt, b) at realisere pantet i tilfælde af misligholdelse og c) fordele provenuet af det realiserede pant til obligationsejerne. Typisk vil obligationsprospektet både indeholde en nøje angivelse af, hvornår der foreligger misligholdelse, samt hvilke reaktionsforpligtelser dette medfører for obligationsejer repræsentanten. Indeholder prospektet ikke en nøje angivelse heraf, må obligationsejer repræsentanten forlade sig på en almindelig fortolkning ud fra obligationsprospektets vilkår i øvrigt, af hvornår der foreligger misligholdelse og reagere som en bonus pater panthaver ville reagere i en sådan situation. Dette må antages at gælde allerede fra modtagelse af pantsætningserklæringen, idet der må antages at foreligge misligholdelse, dersom der ikke stilles pantesikkerhed som forudsat i prospektet. Obligationsejer repræsentanten forvalter et realiseret provenu af det pantsatte på vegne obligationsejerne og fordeler dette til obligationsejerne, enten som beskrevet i prospektet, eller i mangel af en egentlig beskrivelse, i forhold til den klasse af obligationer de er i besiddelse af, jf. obligationsvilkårene, eller såfremt der ikke er klasser, i forhold til obligationsejers nominelle hovedstol af obligationerne.

#### **4.2.2. Ansvar**

Obligationsejernes repræsentant er ansvarlig efter en almindelig culpa norm. Da obligationsejer repræsentanten kan komme i en situation, hvor han forvalter betydelige midler, vil dette stille skærpede krav til

håndteringen af disse midler, med henblik på at undgå, at midlerne, der tilkommer obligationsejerne, blandes sammen med repræsentantens egen formue. Det er således set, at en repræsentant har allieret sig med en såkaldt ekstern kontrollant, typisk et revisionsfirma, med henblik på hjælp til konstatering af en misligholdelsessituation og hjælp til håndtering og separering af midler.<sup>55</sup> Obligationsejernes repræsentant kan i det omfang, det almindeligvis accepteres i dansk ret, fraskrive sig ansvar, eksempelvis for force majeure eller for tab, der måtte opstå som følge af, at obligationsejer repræsentanten er objektivt forpligtet til at følge en realisationsprocedure i en misligholdelsessituation, hvor en afventen kunne have skabt et bedre økonomisk resultat for obligationsejerne. En helt generel ansvarsfraskrivelse vil ikke have retsvirkning efter sit indhold.

Det må antages, at obligationsejer repræsentanten kan afsættes af obligationsejerne, typisk efter en procedure som beskrevet i prospektet, men i mangel af egentlige bestemmelser herom, i tilfælde af konstateret væsentlig misligholdelse af sine forpligtelser og såfremt det vedtages med en kvalificeret majoritet af obligationsejerne på et obligationsejermøde. Retsvirkningen af en sådan afskedigelse vil ikke være, at der herefter ikke er en obligationsejer repræsentant, idet repræsentationen er et obligationsvilkår, og obligationsejerne har fraskrevet sig retten til selv at søge sig fyldestgjort i de pantsatte aktiver. Obligationsejerne må således i en misligholdelsessituation vælge en anden repræsentant, der kan indtræde i den afskedigedes sted og i mangel af et sådant valg må pligten til at udpege en ny repræsentant tilkomme udstederen.

## 5. Forholdet til pengeinstitutvirksomhed

Det formålsbestemte selskab, der er selve omdrejningspunktet for enhver securitisation, vil normalt være et aktieselskab. Dette selskab vil i sagens natur være underlagt den almindelige selskabsretlige regulering, ligesom en række andre regler vil finde anvendelse på dette selskab som på ethvert andet aktieselskab. Derudover vil selskabet imidlertid også være underlagt Finanstilsynets tilsyn, idet selskabet som udgangspunkt vil være en sparevirksomhed, der i henhold til LFV § 334 skal have tilladelse fra Finanstilsynet til at drive virksomhed, ligesom det efter-

---

55. Se prospekt af 8.marts 2004 for K/S RO's Torv 2014.

følgende vil være underlagt Finanstilsynets almindelige tilsynsvirksomhed. LFV § 334 har i den forbindelse følgende ordlyd:

### **Tilladelse til sparevirksomheder**

§ 334.

Virksomheder, der udøver virksomhed, som består i erhvervsmæssigt eller som et væsentligt led i deres drift at modtage indlån eller andre midler, der skal tilbagebetales fra offentligheden eller en videre kreds, og som anbringer de således modtagne midler på anden måde end ved indsættelse i et pengeinstitut, skal have tilladelse som sparevirksomhed, hvis virksomheden ikke er

- 1) omfattet af § 7, stk.1,
- 2) omfattet af § 8, stk. 1, eller
- 3) oprettet i henhold til særlig lov, eller hvis oprettelse ikke er godkendt i henhold til særlig lov.

*Stk. 2.*

Virksomheder, der søger om tilladelse efter stk. 1, skal have en aktiekapital, der mindst udgør et beløb svarende til 1 mio. euro.

Som det umiddelbart fremgår af ovenstående bestemmelse, skal en række betingelser være opfyldte, før en virksomhed vil være reguleret efter reglerne om sparevirksomheder. For det *første* skal der være tale om en virksomhed, der som led i sit erhverv modtager indlån m.v., eller at denne aktivitet i hvert fald udgør en væsentlig del af dennes aktivitet. Dermed udelukker man som udgangspunkt de almindelige erhvervsvirksomheder, der måtte udstede erhvervsobligationer med henblik på at foretage konkrete investeringer eller blot supplere deres kapitalgrundlag. Denne lånoptagelse vil ikke være erhvervsmæssig i bestemmelsens forstand.

For det *andet* skal der være tale om indlån eller andre tilbagebetalingspligtige midler. Dermed er det klart, at eksempelvis investeringsforeninger ikke vil være omfattet af bestemmelsen, da investeringsforeningsbeviser ikke kan anses for at være tilbagebetalingspligtige midler. Således anses indlån og andre tilbagebetalingspligtige midler for at være midler, der i deres helhed kan fordres tilbagebetalt - uanset modtage-

rens økonomiske status. Dermed vil obligationer i hvert fald være omfattet af begrebet tilbagebetalingspligtige midler.<sup>56</sup>

For det *tredje* bemærkes det, at de herved indkomne midler skal placeres på anden måde end ved indsættelse i et pengeinstitut. Dermed vil en virksomhed, der søger at modtage indlån med henblik på at kumulere disse og indskyde dem samlet som aftaleindlån i pengeinstitutter, ej heller være omfattet af bestemmelsen.<sup>57</sup>

*Endelig* er det en betingelse, at virksomheden ikke allerede er omfattet af LFV § 7, stk. 1, der vedrører pengeinstitutter, LFV § 8, stk. 1, vedrørende realkreditinstitutter eller i øvrigt er omfattet af en særlov. Dermed fremgår det tydeligt, at reguleringen af sparevirksomheder tjener som en opsamlingsbestemmelse for de virksomheder, der på den ene eller anden måde modtager midler fra en bredere kreds, men som ikke er undergivet den almindelige regulering af finansielle virksomheder. Et minimum af indskyderbeskyttelse er hermed tilsigtet.<sup>58</sup>

Reguleringen af sparevirksomheder er ikke alene hensigtsmæssig ud fra bredere betragtninger om beskyttelse af indskydere, men er tillige påkrævet i henhold til Kreditinstitutdirektivets art. 3, der pålægger medlemsstaterne at forbyde personer eller foretagender – der ikke er kreditinstitutter – at modtage indlån eller andre tilbagebetalingspligtige midler fra offentligheden, medmindre disse er underlagt nationale regler, der beskytter indlånere eller investorer. LFV § 334 er et eksempel på en sådan regulering.

I henhold til ovenstående ses det umiddelbart, at det formålsbestemte selskab i en securitisation/repackaging som udgangspunkt vil være om-

---

56. Den nærmere afgrænsning mellem indlån og andre tilbagebetalingspligtige midler vil ikke altid være ligetil. I den forbindelse kan det dog anføres, at denne afgrænsning vil være irrelevant i nærværende sammenhæng, da, bestemmelsen jo netop omfatter begge dele. I relation til LFV § 7, stk. 3, der vedrører eneretten for pengeinstitutter m.v. til at modtage indlån fra offentligheden, har denne sondring dog betydning.

57. Hvilket i henhold til LFV § 7, stk. 3, tillige vil have den konsekvens, at den ikke kan henvende sig til offentligheden med henblik på at modtage sådanne indlån. Eneretten til sådanne henvendelser tilhører, som allerede nævnt, pengeinstitutter m.v., herunder sparevirksomheder.

58. Der er i realiteten tale om en meget begrænset regulering og dermed indirekte en begrænset beskyttelse af indskyderne. I forlængelse heraf skal det i øvrigt bemærkes, at indskud i sparevirksomheder ikke er omfattet af Lov om en garantifond for indskydere og investorer, lbkg. nr. 656 af 7. august 2002, jf. dennes § 3, stk. 1, modsætningsvis. I øvrigt bemærkes det, at Kreditinstitutdirektivet 2000/12/EF direkte indeholder krav om, at sådanne virksomheder er underlagt en vis regulering, jf. således direktivets art. 3.

fattet af ovenstående regulering, idet selskabet a) erhvervsmæssigt modtager tilbagebetalingspligtige midler fra offentligheden gennem udstedelse af obligationer, b) anvender disse til at finansiere købet af andre værdipapirer/forordringer, dvs. på anden måde end ved indsættelse i et pengeinstitut og c) efter omstændighederne ikke er et penge- eller realkreditinstitut.

Særligt med hensyn til c) vil dette ofte være en afgørende forudsætning for, at transaktionen kan gennemføres på en hensigtsmæssig måde. I det omfang, det formålsbestemte selskab måtte blive klassificeret som værende et pengeinstitut og dermed være underlagt de langt mere restriktive bestemmelser for sådanne, vil dette i væsentligt omfang besværliggøre transaktionen. I den forbindelse skal det blot til illustration anføres, at mens sparevirksomheden kan nøjes med en aktiekapital/egenkapital, der svarer til 1 mio. euro, jf. LFV § 334, stk. 2, henholdsvis LFV § 339, vil et pengeinstitut skulle have en basiskapital svarende til 5 mio. euro.<sup>59</sup> Tilsvarende vil pengeinstituttet være underlagt særdeles detaljerede regler med hensyn til ejerforhold og ledelse, jf. således LFV kapitel 7, mens en sparevirksomhed som udgangspunkt alene vil være omfattet af LFV § 70 om udarbejdelse af skriftlige retningslinier inden for væsentlige aktivitetsområder, LFV § 71 om forretningsgange og kontrolprocedurer samt § 75 om virksomhedens meddelelsespligt i relation til forhold, der kan true den fortsatte drift, jf. således i det hele LFV § 337.

På ovenstående baggrund synes det hensigtsmæssigt at fastlægge den nøjagtige grænse mellem sparevirksomhed og pengeinstitutvirksomhed. Sidstnævnte defineres i LFV § 7, stk. 1, på følgende måde:

## § 7

Virksomheder, der udøver virksomhed, som består i fra offentligheden at modtage indlån eller andre midler, der skal tilbagebetales samt i at yde lån for egen regning, dog ikke på grundlag af udstedelse af realkreditobligationer, jf. § 8, stk. 3, skal have tilladelse som pengeinstitut. Pengeinstitutter må kun udøve virksomhed som nævnt i bilag 1 samt virksomhed efter §§ 24-26.

---

59. Det skal for god ordens skyld bemærkes, at et pengeinstituts basiskapital ikke er umiddelbart sammenligneligt med sparevirksomhedens aktiekapital/egenkapital.

Som det ses af ovenstående definition af pengeinstitutvirksomhed, sammenholdt med den tidligere af sparevirksomhed, går skillelinien ved ydelsen af lån for egen regning, således at denne yderligere funktion fører til, at denne foretagne virksomhed er pengeinstitutvirksomhed. Da skillelinien går ved ydelsen af lån, må det nødvendigvis klarlægges, hvad der forstås ved selve lånebegrebet i LFV. I henhold til LFV bilag 1 omfatter udlånsvirksomhed bl.a. a) forbrugerkreditter, b) realkreditlån, c) factoring og diskontering, d) handelskreditter (inkl. forfæitering) samt e) finansiel leasing. Denne omfattende, og i øvrigt ikke udtømmende eksemplifikation af udlånsvirksomhed, giver umiddelbart anledning til problemer. Det formålsbestemte selskab vil således i forbindelse med den rendyrkede securitisation erhverve en portefølje af som oftest simple fordringer. Denne aktivitet må antages at falde ind under c), da der jo er tale om en systematisk overdragelse af fordringer til det formålsbestemte selskab enten i form af en overdragelse til eje eller en overdragelse til sikkerhed.<sup>60</sup>

Udgangspunktet må herefter være det, at i hvert fald i forbindelse med den rendyrkede securitisation udøver det formålsbestemte selskab egentlig pengeinstitutvirksomhed med deraf følgende skærpede krav til kapital samt ejer- og ledelsesforhold.

Når der imidlertid kun vil være tale om et udgangspunkt skyldes dette, at det kan diskuteres, hvorvidt der i begrebet pengeinstitutvirksomhed ligger et krav om, at de relevante aktiviteter skal gennemføres flere gange eller over en længere periode, før forholdet kan karakteriseres som pengeinstitut*virksomhed*, eller om aktiviteten i givet fald skal have været tilrettelagt med henblik på at blive gentaget, selvom den på grund af eksterne omstændigheder kun måtte blive gennemført en enkelt gang. Med andre ord er spørgsmålet, hvorvidt en enkeltstående transaktion, der består i udlånsvirksomhed på baggrund af tilbagebetalingspligtige midler, er pengeinstitutvirksomhed, når det fra starten måtte stå klart, at transaktionen kun vil blive gennemført en enkelt gang.<sup>61</sup> En stillingtagen til dette indebærer reelt en stillingtagen til to underspørgsmål; 1) findes der i dansk ret et almindeligt virksomhedsbegreb, og hvad er i givet fald indholdet af dette? og 2) kan dette begreb

---

60. Det skal her bemærkes, at begrebet factoring synes at blive anvendt mere bredt i udlandet, således at factoring i eksempelvis Tyskland og England både omfatter belånings- samt salgstilfældet.

61. Dvs. såfremt det formålsbestemte selskab vil blive likvideret efter endt brug. Om dette i praksis vil være tilfældet, er endnu uklart, henset til det forhold, at de i



direkte overføres til pengeinstitutsituationen, eller må der på dette område antages at være et særegent virksomhedsbegreb?

### 5.1. Det almindelige virksomhedsbegreb

Ved fastlæggelsen af et evt. almindeligt virksomhedsbegreb må det indledningsvist erindres, at selve virksomhedsbegrebet er funderet i økonomisk teori. Her vil begrebet virksomhed typisk være synonymt med en produktionsfunktion, hvorved der fremkommer en række goder. Det antages normalt, at formålet med driften af den økonomiske enhed er at frembringe en økonomisk gevinst.

Med dette udgangspunkt in mente kan man herefter søge at klarlægge det civilretlige virksomhedsbegreb. At et sådant nødvendigvis eksisterer, og at det er nødvendigt med et sådant begreb, understreges af det betydelige antal love og bestemmelser inden for et antal retsområder, hvis anvendelsesområde er defineret herved eller dog er afhængigt af virksomhedsbegrebet.

Blot til illustration kan det nævnes, at så forskelligartede love som eksempelvis erhvervsvirksomhedsloven, årsregnskabsloven, virksomhedsoverdragelsesloven, tingslysningsloven samt markedsføringsloven alle anvender virksomhedsbegrebet i forbindelse med fastlæggelsen af deres generelle anvendelsesområde eller i relation til anvendelsesområdet for specifikke bestemmelser, eksempelvis i forbindelse med Tinglysningslovens § 37 om tilbehørspant.

Om end den eksakte udformning af virksomhedsbegrebet varierer fra område til område - og fokus synes at være på forskellige faktorer, afhængig af det konkrete retsområde - synes det klart, at det civilretlige virksomhedsbegreb lægger sig tæt op ad den økonomiske definition. Det er således et kendetegn, at der fokuseres på den selvstændige økonomiske enhed, når begrebet virksomhed defineres. Tilstedeværelse af et antal aktiver synes ligeledes at være centralt, om end der ikke kan stilles særlige krav til omfanget af disse. Derimod synes det omtvistet, i hvilket omfang virksomhedsbegrebet indebærer, at enhedens formål er indtjening af en økonomisk gevinst. Her synes forholdet at være det, at dette ikke i sig selv har nogen selvstændig betydning. Når der således flere steder skelnes mellem virksomhed og erhvervsdrivende virksomheder

---

Danmark gennemførte repackagings endnu ikke er afsluttet, dvs. at de udstedte obligationer stadigvæk er udestående. Rent teknisk er der naturligvis intet til hinder for, at de allerede etablerede selskaber genbruges til nye repackagings.

eller virksomhedsudøvelse til fremme af deltagernes økonomiske interesser, må dette skyldes, at manglende profitmotiv ikke i sig selv undtager den konkrete aktivitet fra virksomhedsbegrebet.

Hvorvidt en enkeltstående aktivitet kan falde ind under virksomhedsbegrebet, synes ikke at være blevet gjort til genstand for selvstændig analyse. Henset til de centrale karakteristika i form af en selvstændig økonomisk enhed, evt. med en målsætning om en økonomisk gevinst, kan det dog ikke være afgørende for, om denne aktivitet falder ind under begrebet eller ej at den har karakter af at være en enkeltstående transaktion. Alene problemer med at fastlægge, hvornår en transaktion er enkeltstående eller ej, samt problemer med hensyn til at fastlægge varigheden af enkeltstående transaktioner, taler imod en for håndfast definition af virksomhedsbegrebet. Udgangspunktet må derfor være, at selv en enkeltstående transaktion vil være omfattet af virksomhedsbegrebet, såfremt de andre betingelser er opfyldt, navnlig tilstedeværelsen af en selvstændig økonomisk enhed. Mulige undtagelser må gøres i omgåelsestilfælde, hvilket navnlig må antages at kunne forekomme inden for det skatteretlige område.

Dette forholdsvis brede virksomhedsbegreb harmonerer i øvrigt – og er til dels formet af – det EU-retlige virksomhedsbegreb. Her har EF-domstolen allerede på et tidligt tidspunkt lagt vægt på den økonomiske enhed som værende det centrale element, sålænge denne har en vis identitet. Det afgørende synes at være den økonomiske aktivitet.<sup>62</sup>

Spørgsmålet om indholdet af virksomhedsbegrebet har tillige været drøftet i England, navnlig efter vedtagelsen af *Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA)*. Efter denne lov kræves der nemlig som udgangspunkt tilladelse til at udføre såkaldte *regulated activities* jf. FSMA s. 19. En "regulated activity" defineres i den forbindelse som "...an activity of a specified kind which is carried on by way of business..." (forfatternes kursivering) jf. således FSMA s. 22(1). Hvad der generelt skal lægges i begrebet business, dvs. den engelske pendant til det danske virksomhedsbegreb, synes at have voldt domstolene problemer. I *Town Investment Ltd. v Department of the Environment* [1978] AC 359, anførte Lord Diplock således følgende: "...its suits its meaning to the context to which it is found. It is not a term of legal art". I andre domme er det yderligere blevet anført, at a) begrebet ikke skal fortolkes for snævert og det i øvrigt ikke skal underlægges en teknisk forståelse, men derimod

---

62. Om det fællesskabsretlige virksomhedsbegreb kan navnlig henvises til *Werlauff*: EU Selskabsret (3 udg. 2002) kapitel 5, navnlig s. 190 ff. med yderligere henvisninger.

må fortolkes i overensstemmelse med hverdags sprogbrug, og at denne hverdags sprogbrug medfører, at business står i modsætning til noget personligt eller tilfældigt jf. *Morgan Grenfell & Co. v Welwyn Hatfield DC*; *Islington LBC* [1995] 1 All E.R. 1, samt b) at konteksten er afgørende for begrebets anvendelse, og at dette meget vel kan være forskelligt fra område til område jf. *Calkin v IRC* [1984] 1 N.Z.L.R., der vedrørte et skatteretligt tilfælde.

I relation til spørgsmålet om enkeltstående transaktioner og virksomhedsbegrebet har de engelske domstole generelt være splittede. I sagerne *Re Debtor ex p Debtor (No. 490 of 1935)* [1936] Ch. 237, *CIR v Marine Steam Turbine Co Ltd.* [1920] 1 KB 193 samt *Smith v Anderson* [1880] 15 Ch. D 247 har synspunktet været, at der først foreligger virksomhedsudøvelse, såfremt aktiviteten er vedvarende eller i hvert fald gentages systematisk over en periode. Sporadisk udøvelse af en aktivitet og dermed også en enkeltstående transaktion synes derfor ikke at være omfattet af virksomhedsbegrebet. Heroverfor står så bl.a. sagerne *American Leaf Blending Co Sdn Bhd v Director General of Inland Revenue* [1979] AC 676, *Re Griffin ex p Board of Trade* (1890) 60 LJQB 235 samt den tidligere nævnte *Morgan Grenfell & Co. v Welwyn Hatfield DC*; *Islington LBC* [1995] 1 All E.R. 1. I disse sager blev det bl.a. fastslået, at der kunne forløbe lang tid mellem aktiviteterne, uden at disse derved faldt uden for virksomhedsbegrebet, at så længe der forelå en intention om at udøve virksomhed, vil allerede den første transaktion være omfattet af begrebet samt at frekvensen af de relevante aktiviteter kun var en blandt flere indikatorer på, om forholdet var omfattet af begrebet.

I relation til ovenstående bør det bemærkes, at afgørelserne relaterer sig til et antal forskellige retsområder. Ikke desto mindre synes det klart, at en enkeltstående transaktion meget vel kan siges at være omfattet af virksomhedsbegrebet, og at det forhold, at den kun er foretaget én gang, ikke i sig selv bevirker, at forholdet ikke er omfattet af virksomhedsbegrebet.

På baggrund af ovenstående gennemgang må det således konkluderes, at den aktivitet, det formålsbestemte selskab udøver, vil være omfattet af det almindelige virksomhedsbegreb, selvom den i givet fald måtte have karakter af at være en enkeltstående transaktion. Det afgørende må således være tilstedeværelsen af en selvstændig økonomisk – og i dette tilfælde også juridisk – enhed. Skulle det formålsbestemte selskab foretage flere på hinanden følgende securitisations, vil forholdet selv sagt være omfattet af virksomhedsbegrebet. I øvrigt henvises til nedenstående afsnit 5.4. om den tilsvarende svenske diskussion af virksom-

hedsbegrebet i relation til enkeltstående transaktioner på det finansielle område.

## 5.2. Virksomhedsbegrebet i relation til Lov om finansiel virksomhed

I henhold til ovenstående må spørgsmålet, om en enkeltstående transaktion kan siges at være omfattet af det almindelige virksomhedsbegreb, besvares bekræftende. Det må herefter afklares, om begrebet pengeinstitutvirksomhed, som det ses anvendt i LFV § 7, stk. 1, skal fortolkes i overensstemmelse med det almindelige begreb, eller om det efter omstændighederne har et afvigende indhold.

I den forbindelse bemærkes det, at der findes en omfattende praksis omkring fortolkning af begrebet pengeinstitutvirksomhed, særlig i relation til den daværende Bank- og sparekasselov.<sup>63</sup> Da fortolkningen af begrebet navnlig opstod i relation til den daværende lovs § 1, stk. 3, hvorefter pengeinstitutter alene måtte drive pengeinstitutvirksomhed, vedrører praksis primært, hvilke aktiviteter der er udtryk for pengeinstitutvirksomhed, og hvilke der ikke er. Egentlig praksis vedrørende omfanget af den udøvede aktivitet i relation til pengeinstitutvirksomhedsbegrebet, synes ikke at foreligge. Ligeledes synes dette forhold ikke at være blevet overvejet i forarbejderne til den gældende lov om finansiel virksomhed.

Det synes derfor vanskeligt at vurdere, om der kan stilles krav om vedvarende udøvelse af den relevante aktivitet, før aktiviteten vil være omfattet af begrebet pengeinstitutvirksomhed. En vis vejledning kan dog findes i Kreditinstitutdirektivets præambel. Præambelens betragtning 6 har i den forbindelse følgende ordlyd:

Samordningen må derfor være så bred som mulig og omfatte samtlige institutter, hvis virksomhed består i fra offentligheden at modtage midler, der skal tilbagebetales, enten i form af indlån eller på anden måde, f.eks. *kontinuerlig* udstedelse af obligationer og andre lignende værdipapirer, samt i at yde lån for egen regning...[vores udhævning].

På baggrund af ovenstående betragtning må det lægges til grund, at selvom en virksomhed måtte yde lån for egen regning, således som dette begreb er defineret i direktivet, og selvom det måtte modtage tilbage-

---

63. Det skal herved bemærkes, at Lov om banker og sparekasser m.v. blev ophævet pr. 1.1.2004, dog således, at visse bestemmelser forbliver i kraft som overgangsbestemmelser.

betalingspligtige midler fra offentligheden, vil det alligevel ikke være et kreditinstitut, såfremt der ikke løbende modtages tilbagebetalingspligtige midler via en kontinuerlig udstedelse af obligationer eller andre gældsinstrumenter. I det konkrete tilfælde vil det føre til, at det formålsbestemte selskab, der foretager én eller enkelte emissioner af obligationer med henblik på at erhverve en fordringsportefølje, ikke vil være omfattet af kreditinstitutreguleringen, men derimod alene af de mere lempelige sparevirksomhedsbestemmelser.

I de situationer, hvor der løbende udstedes obligationer og løbende erhverves fordringer fra en eller flere originatorer er der indikationer for, at det formålsbestemte selskab vil være omfattet af pengeinstitutbestemmelserne i LFV og dermed de skærpede krav til ledelse, ejerforhold, forretningsgange samt kapital. I hvilket omfang dette er hensigtsmæssigt er et retspolitisk spørgsmål. Her skal der blot henvises til det forhold, at man i Sverige – under visse nærmere betingelser – har undtaget disse formålsbestemte selskaber fra den almindelige kreditinstitutretlige regulering, bl.a. under hensyntagen til at de ikke på samme måde som eksempelvis pengeinstitutter påvirker det finansielle system, og at de derfor ikke nødvendigvis bør underkastes samme strenge regulering. Den svenske lovgivning på området gennemgås i afsnit 5.4.

### **5.3 Repackagings og udlånsvirksomhed**

Det blev i nærværende afsnit indledningsvis fastslået, at i hvert fald rendyrket securitisation (erhvervelse af simple fordringer) var udtryk for pengeinstitutvirksomhed, idet den systematiske erhvervelse/belåning af fordringer var omfattet af udlånsvirksomhedsbegrebet, således som dette er eksemplificeret i bilag 1 til Lov om finansiell virksomhed og i øvrigt mere generelt i Kreditinstitutdirektivet. Dermed var en stillingtagen til det nærmere indhold af begrebet udlånsvirksomhed som udgangspunkt overflødig.

Anderledes stiller det sig imidlertid med repackaging transaktioner. Her vil forholdet være det, at det formålsbestemte selskab mere generelt erhverver værdipapirer med henblik på at "ompakke" disse, enten via anvendelse af finansielle instrumenter og/eller gennem en anderledes strukturering af rente- og afdragsbetalinger. Uagtet at sådanne værdipapirer, eksempelvis obligationer, i sagens natur også er fordringer, synes det dog vanskeligt at rubricere sådanne systematiske erhvervelser som factoring og/eller diskontering i den sammenhæng, disse begreber anvendes i LFV bilag 1. Det må således overvejes, om det formålsbe-

stemte selskab vitterlig udøver udlånsvirksomhed, når det generelt erhverver obligationer med den hensigt at ompakke disse.

Betænkkelighederne ved uden videre at rubricere sådanne erhvervelser som udlån kan illustreres ved en nærmere afgrænsning af udlånsbegrebet. I den forbindelse må det indledningsvis bemærkes, at når begrebet lån anvendes i sammenhæng med finansielle institutioner, skal begrebet forstås som *kreditgivning* af en nærmere bestemt karakter og ikke som en disposition, hvor et aktiv stilles vederlagsfrit til rådighed i en given periode.

Under hensyntagen til dette må et lån være karakteriseret ved, at den ene part – kreditgiveren – stiller *likviditet* til rådighed for den anden part – kredittageren – samtidigt med, at denne påtager sig en forpligtelse til med tiden at *tilbageføre* denne likviditet i overensstemmelse med det mellem parterne aftalte. Den tilbageførsel af likviditet kan enten ske ved, at kredittageren selv forestår denne eller ved, at kredittageren anmoder en tredjemand, eksempelvis en fakturadebitor, om at gøre dette.

Overføres denne definition af udlån til repackaging transaktionen, forekommer der uhensigtsmæssigheder. I de tilfælde, hvor de formålsbestemte selskaber erhverver eksempelvis erhvervsobligationer på det primære marked, vil forholdet være omfattet af det ovenfor anførte udlånsbegreb. Det formålsbestemte selskab tilfører således det udstedende selskab likviditet, samtidigt med at dette forpligter sig til med tiden at tilbageføre denne likviditet. I andre tilfælde vil situationen imidlertid være den, at det formålsbestemte selskab erhverver de underliggende aktiver på det sekundære marked. Her vil det udstedende selskab ganske vist være forpligtet overfor det formålsbestemte selskab i overensstemmelse med obligationsvilkårene, men en egentlig tilførsel af likviditet har ikke fundet sted. Da kredittilførslen allerede har fundet sted i forbindelse med udstedelsen på det primære marked, vil denne transaktion ikke uden videre kunne rubriceres som værende et lån.

Såfremt denne generelle definition af udlån måtte være korrekt, og såfremt den i øvrigt umiddelbart kan overføres til Lov om finansiel virksomhed, bliver resultatet, at en del af repackaging transaktionerne må karakteriseres som værende udlånsvirksomhed, mens andre ikke vil være det. Resultatet vil herefter være det, at en del formålsbestemte selskaber vil være omfattet af pengeinstitutbestemmelserne i LFV, mens andre alene vil være omfattet af de mere lempelige bestemmelser om sparevirksomheder i LFV kapitel 20. Dette er næppe hensigtsmæssigt.

Spørgsmålet må herefter være, om det i Lov om finansiel virksomhed anvendte udlånsbegreb har eller bør have et andet indhold end det i ovenstående anvendte begreb.

Med hensyn til det første bemærkes det, at indholdet af udlånsbegrebet i Lov om finansiel virksomhed naturligvis må fastlægges på baggrund af det tilsvarende begreb i Kreditinstitutdirektivet, hvorfra det stammer. Dette kan umiddelbart give anledning til problemer, idet udlånsbegrebet - og dermed også selve kreditinstitutdefinitionen - med vilje er blevet gjort meget fleksibel med henblik på at tage højde for ændringer i kreditinstitutternes forrentningsområder.

I forbindelse med introduktionen af et fælleseuropæisk kreditinstitutbegreb stod valget således mellem det, der hyppigt kaldes *the formular approach* og *the list approach*. The formular approach er i den forbindelse kendetegnet ved, at den konkrete type virksomhed, som man ønsker at regulere, defineres via en eller flere generelle termer, således at virksomheder, der falder ind under denne definition, vil være omfattet af den konkrete regulering. Det er delvis denne tilgangsvinkel man valgte i EU-regi, da det skulle fastlægges, hvilke virksomhedstyper der skulle betragtes som værende kreditinstitutter, og dermed omfattet af den harmoniserede regulering. Fordelen ved denne tilgangsvinkel er i sagens natur, at den er meget fleksibel, og at den – givet at de generelle termer er velvalgte – kan bestå i lang tid uden at hindre en naturlig forretningsudvikling. Navnlige inden for det finansielle område er dette vigtigt, idet udviklingen af nye forretningsområder efter omstændighederne kan ske meget hurtigt. Ulempen ved denne fremgangsmåde er naturligvis, at der er en større grad af usikkerhed med hensyn til, hvornår en given aktivitet måtte være udtryk for kreditinstitutvirksomhed, og hvornår dette ikke er tilfældet.

Det var på den baggrund, at Kommissionen i sin tid med al sandsynlighed valgte i et vist omfang at basere sig på den anden – list approach. Her er forholdet jo det, at den konkrete type virksomhed, der ønskes reguleret, defineres ud fra en liste af tilladte aktiviteter. Såfremt virksomheden udøver disse aktiviteter, vil den være omfattet af reguleringen ellers ikke. Bortset fra indlysende problemer med hensyn til at fastlægge, om virksomheden skal udøve alle aktiviteter for at være omfattet af reguleringen eller kun en væsentlig del af disse, lider denne fremgangsmåde af den svaghed, at den er meget statisk. Ikke mindst i de tilfælde, hvor den regulerede virksomhed alene må udøve de pågældende aktiviteter og ingen andre, kræves der hyppige revisioner af listen, såfremt fremgangsmåden skal være brugbar.

I EU regi blev denne fremgangsmåde anvendt i kombination med den

først nævnte formular approach. Man valgte en fremgangsmåde, hvor man både valgte at definere et kreditinstitut via et par generelle termer – modtagelse af indskud samt udlån for egen regning – og supplere denne generelle fremgangsmåde via en liste, der nærmere specificerede, hvilke aktiviteter der især var omfattet af kreditinstitutbegrebet. Dermed søgte man at kombinere fordelene ved de to fremgangsmåder, således at definitionen var fleksibel, samtidigt med at der var en vis sikkerhed for, hvilke aktiviteter der i hvert fald måtte henregnes til kreditinstitutvirksomhed.

Selve kreditinstitutdefinitionen og den tilhørende eksemplifikation giver således ikke umiddelbart særlige holdepunkter for at antage, om systematisk erhvervelse af obligationer må betragtes som værende udlånsvirksomhed eller ikke. Der synes i den forbindelse ikke at være nogen praksis - hverken fra Danmark eller andre EU-lande - der nærmere belyser dette spørgsmål.<sup>64</sup>

I praksis synes forholdet ikke at have givet anledning til problemer, idet de formålsbestemte selskaber, der i dag anvendes til repackagings, alle synes at være reguleret efter reglerne om sparevirksomheder, og der er flere tilfælde, hvor en sparevirksomhed har udstedt flere obligationsserier på basis af forskellige pantsatte aktiver. Formentlig anser Finanstilsynet ikke udøvelsen af flere repackaging transaktioner for at være pengeinstitutvirksomhed, ej heller betragter de erhvervelsen af værdipapirer, herunder obligationer, som værende omfattet af det udlånsbegreb, der anvendes i Lov om finansiel virksomhed<sup>65</sup>, men i stedet som en erhvervelse af værdipapirer i henhold til Værdipapirlovgivningen.

Om systematisk erhvervelse af obligationer - direkte fra udstederen – *bør* være omfattet af udlånsbegrebet i Lov om finansiel virksomhed, må igen afgøres efter, hvor hensigtsmæssigt det måtte være, at forholdet er reguleret af pengeinstitutbestemmelserne i LFV i forhold til bestemmelserne om sparevirksomhed.

---

64. Spørgsmålet er formentligt sjældent blevet sat på spidsen, idet mange af de EU-lande som har en betydelig securitisation aktivitet, har vedtaget særlig lovgivning, der regulerer denne proces. En direkte stillingtagen til, hvorvidt forholdet var udtryk for udlånsvirksomhed og derfor som udgangspunkt omfattet af den kreditinstitutretlige regulering, har derfor ikke været nødvendig.

65. Her bør det dog i parentes bemærkes, at de obligationer, der er erhvervet som underliggende aktiver i de gennemførte repackagings, vist alle er erhvervet på det sekundære marked og således ikke direkte fra udstederen.



#### 5.4. Svensk ret

I forlængelse af ovenstående analyse af forholdet mellem sparevirksomhed og pengeinstitutvirksomhed kan det være hensigtsmæssigt at se nærmere på svensk ret. Inddragelse af svensk ret er formålstjenligt af to grunde. For det *første* har man i Sverige allerede på et tidligt tidspunkt interesseret sig for securitisation, herunder forholdet mellem såkaldt *finansieringsverksamhet* og den virksomhed det formålsbestemte selskab udøver, samt for det *andet* fordi man har vedtaget lovgivning på området.

I den svenske pendant til lov om finansiel virksomhed – Lag om finansieringsverksamhet (1992:1610), som senest er ændret ved SFS 2003:834, fremgår følgende af kapitel 1, § 1:

1 § I denne lag avses med

1 finansieringsverksamhet: näringsverksamhet som har till ändamål att lämna kredit, ställa garanti för kredit, förmedla kredit til konsumenter eller medverka til finansiering genom att förvärva fordringer eller upplåta lös egendom till nyttjande, ....

2 §

Finansieringsverksamhet får, med de undantag som anges i 3 § samt 2 kap. 9 och 10 §§, drivas bara efter tillstånd av Finansinspektionen. ....

På baggrund af ovenstående bestemmelser har det været omtvistet, hvorvidt et i Sverige beliggende formålsbestemt selskab var omfattet af § 1 dvs. var at betragte som udøvende finansieringsvirksomhed med det resultat, at selskabet er undergivet almindeligt tilsyn som ethvert andet kreditinstitut og de hermed forbundne regler om kapitaldækning, store engagementer etc. Som det fremgår af § 1 *kan* erhvervelse af fordringer være udtryk for finansieringsvirksomhed. Det centrale spørgsmål har herefter været, i hvilke tilfælde erhvervelse af fordringer skal betragtes som værende *näringsverksamhet med det ändemål at medverka til finansiering genom att förvärva fordringer*.

Spørgsmålet er behandlet i DS 1998:71 om *Bättre förutsättningar för värdepapperisering. Konklusionen er følgende*<sup>66</sup>:

---

66. DS 1998:71, s. 47ff.

Sammanfattningsvis torde ett specialföretags verksamhet i allmänhet vara underkastet krav på tillstånd enligt lagen om finansieringsverksamhet och därmed vara föremål för kraven på kapitaltäckning. Någon tvekan kan råda beträffande företag som gör enstaka förvärv av andra fordringar än konsumentfordringar. Även i detta fall föreligger emellertid en fast praxis hos Finansinspektionen som innebär att tillståndsplikt föreligger. Denna bedömning har inte lett till något överklagande och torde ligga i linje med den allmänna uppfattningen på marknaden. De fortsatta övervägandena har därför som utgångspunkt att den verksamhet som ett specialföretag bedriver, dvs. förvärv av fordringar, utgör tillståndspliktig finansieringsverksamhet enligt lagen om finansieringsverksamhet oavsett hur många förvärvstillfällen det är fråga om och oavsett om det är fråga om konsumentfordringar eller inte.

Af ovenstående fremgår det således, at det formålsbestemte selskabs virksomhed vil blive anset som værende finansieringsvirksomhed og dermed kræve tilladelse efter reglerne om finansieringsverksamhet. Særligt interessant er det i den forbindelse, at de enkeltstående transaktioner også i Sverige har givet anledning til problemer cfr. afsnit 5.1. Konklusion har været, som det fremgår, at også disse transaktioner vil være omfattet af begrebet, dvs. at virksomhedsudøvelse ikke i sig selv forudsætter, at transaktionen gentages.

Med hensyn til den under 5.3. beskrevne problematik i relation til repackagings og udlånsvirksomhed kan der ikke umiddelbart hentes nogen vejledning i den svenske redegørelse. Denne svenske redegørelse behandler således udelukkende den form for securitisation, hvori der medvirker en originator og hvor det formålsbestemte selskab direkte erhverver originatorens aktiver. I den forbindelse er det, som ovenfor anført, antaget, at der er tale om udøvelse af finansieringsvirksomhed, også i de tilfælde hvor de erhvervede fordringer er af erhvervsmæssig art, dvs. typisk køb af pantsikrede boliglån.<sup>67</sup>

Med henblik på at lette securitisation i Sverige blev det allerede i DS 1998:71 foreslået, at det formålsbestemte selskab skulle undtages kravet om autorisation, således at et i Sverige beliggende formålsbestemt selskab ikke ville være omfattet af de meget detaljerede regler, der gælder for udøvelse af finansieringsvirksomhed i Sverige. Argumentet for en sådan undtagelse var, dels at et formålsbestemt selskab ikke på samme måde som andre finansielle virksomheder indgik i den finansielle infra-

---

67. De i Sverige gennemførte securitisations har været baseret på finansielle institutioners salg af pantsikrede boliglån af varierende art, jf. til eksempel DS 1998:7, s. 31.

struktur med deraf følgende risici og behov for regulering, dels at Sverige af konkurrencemæssige årsager ikke burde have en regulering, der afveg fra den tilsvarende regulering i andre lande, og som gjorde det mere byrdefuldt at etablere det formålsbestemte selskab i Sverige.

Undtagelsen til autorisationskravet findes i dag i § 3 i Lag om finansieringsverksamhet:

**3 § Tillstånd krävs inte om om finansieringsverksamheten**

....

11. drivs av ett aktiebolag eller av en ekonomisk förening, om

- verksamheten består i att vid enstaka tillfällen förvärva fordringar och
- medel för verksamheten inte löpande anskaffas från allmänheten.

....

Som det ses af ovenstående bestemmelse vil et i Sverige beliggende formålsbestemt selskab ikke skulle have autorisation fra Finansinspektionen for at medvirke i en securitisation forudsat, at der a) kun gennemføres enkelte transaktioner, dvs. i realiteten maksimalt 3 transaktioner inden selskabet likvideres<sup>68</sup> samt b) at det formålsbestemte selskab ikke foretager en løbende udstedelse af obligationer med henblik på at finansiere erhvervelsen af fordringer fra originatoren.

Sidstnævnte krav skal ses i sammenhæng med Kreditinstitutdirektivets art. 4 sammenholdt med art. 1 nr. 1 og præambelns betragtning 6. Efter direktivets art. 4 skal medlemsstaterne drage omsorg for, at kreditinstitutter er meddelt tilladelse fra de respektive myndigheder, inden de påbegynder deres virksomhed. Der er med andre ord et *krav*, at kreditinstitutter er autoriseret. Såfremt en virksomhed således modtager indlån eller andre tilbagebetalingspligtige midler fra offentligheden og yder udlån for egen regning, vil virksomheden skulle autoriseres efter reglerne om kreditinstitutter. Da kreditinstitutdirektivet er udtryk for minimumsharmonisering kan de respektive medlemsstater ikke give en virksomhed, der udøver kreditinstitutvirksomhed dispensation fra kravet om autorisation. Følgelig er det udelukket at undtage det formålsbestemte selskab fra autorisationskravet i de tilfælde, hvor det kontinuerligt tapper kapitalmarkedet for likviditet, jf. således betragtning 6 i præambelen til kreditinstitutdirektivet.

---

68. Jf. Prop. 2000/01:19.

I forbindelse med vedtagelsen af den svenske securitisation lovgivning er der tillige blevet foretaget ændringer i den svenske gældsbrevslov – Lag om skuldebrev (1936:81). Modsat hvad der gælder i den danske og norske gældsbrevslov, er forholdet i Sverige og Finland det, at enhver overdragelse af et omsætningsgældsbrief forudsætter rådighedsberøvelse, såfremt overdragelsen skal nyde tingslig beskyttelse. Med henblik på at undgå de praktiske problemer denne regel medfører for banker, der sælger sådanne værdipapirer til deres kunder og efterfølgende opbevarer disse på deres vegne, blev der i sin tid indsat en særlig bestemmelse i den svenske gældsbrevslovs § 22, stk. 2, hvorefter en sådan overdragelse alligevel nød tingslig beskyttelse. Imidlertid var bestemmelsen begrænset til alene at omfatte banker eller *annan penninginrättning*, dog således at bestemmelsen ved SFS 1992:544 blev udvidet til tillige at omfatte fondsmæglerselskaber.

Bestemmelsen er efterfølgende blevet yderligere udvidet til også at omfatte den situation, hvor de solgte omsætningsgældsbreve fortsat opbevares af overdrageren, og overdrageren er et *kreditmarknadsföretag*, dvs. et svensk aktieselskab eller en økonomisk forening, der har autorisation til at udøve finansieringsvirksomhed, jf. Lag om finansieringsverksamhet, § 1, stk. 2. Dermed sikres det, at alle finansielle virksomheder, der er omfattet af loven og som virker som originatorer, kan vedblive med at administrere de overdragne aktiver.<sup>69</sup>

I relation til overdragelse af simple fordringer/simple gældsbreve er der ikke gennemført ændringer i den svenske gældsbrevslov, hvorefter de praktiske problemer med at denunciere et stort antal debitorer fortsat består i Sverige, ligesom det er tilfældet i Danmark. Det bemærkes i den forbindelse, at der ikke os bekendt i Sverige er gennemført securitisations på baggrund af sådanne simple fordringer. En af forklaringerne kan være en manglende regulering/justering af kravene til denunciation.

---

69. Grundet kravet om rådighedsberøvelse vil andre originatorer, der ikke er omfattet af loven om finansieringsvirksomhed, derimod ikke kunne vedblive med at administrere de overdragne fordringer. Dette kan potentielt hindre yderligere udbredelse af securitisation.

## 6. Klassifikation af securitisation produkter

Ved repackagings er der principielt ingen begrænsninger for hvilken type værdipapir man kan indlægge som sikkerhed for de obligationer, der udstedes i en securitisation proces udover de begrænsninger, der følger af det ovenfor beskrevne om udsteders virksomhedsområde og almindelige selskabsretlige bindinger.

Et af formålene med en securitisation obligation er, som beskrevet indledningsvis, at give investorer mulighed for at spekulere i udviklingen på f.eks. udvalgte og forskellige aktieindeks<sup>70</sup>, samtidig med at investor har sikkerhed for tilbagebetaling af hovedstolen ved obligationens udløb i form af pant i en række sikkerhedsaktiver.

I praksis i repackaging processen varetages investeringshensynet ved, at en del af det indkomne provenu ved securitisation obligationsudstedelsen anvendes til køb af en option på det aktieindeks/kurv af aktieindeks/valutakryds/råvareindeks, som man anser for værende interessant for investor, obligationsejeren, hvilken option der herefter tilknyttes obligationsudstedelsen som sikkerhedsaktiv sammen med øvrige sikkerhedsaktiver, der skal sikre, at hovedstolen på securitisation obligationen kan tilbagebetales til en på forhånd fastlagt indløsningskurs, f.eks. kurs 100. Securitisation obligationerne betaler typisk i løbetiden intet eller kun et lavt løbende afkast, men ved udløb vil en eventuel positiv værdi af den til obligationerne knyttede option blive udbetalt til obligationsejerne som afkast. Midlerne til køb af optionen fremkommer, afhængig af konstruktionen, f.eks. ved at securitisation obligationen udstedes til overkurs (eksempelvis til kurs 110)<sup>71</sup>, mens securitisation obligationen alene garanteres indfriet til kurs 100 ved udløb, eller ved at sikkerhedsaktiverne indkøbes til underkurs, men med et pålydende og en løbetid svarende til securitisation obligationens.

På grund af de mange variationsmuligheder for sammensætning af securitisations obligationens vilkår og fordeling af provenuet på henholdsvis sikkerhed for hovedstol og indkøb af et i princippet nærmest uendeligt antal finansielle instrumenter, der skal udgøre securitisation obligationens afkast, er det af interesse at klassificere det produkt, securitisation obligationen, der fremkommer efter ompakningen (repackaging). Klassifikationen har betydning for hvem, der kan købe obliga-

70. I daglig tale kaldet en "aktieindekseret obligation". Denne betegnelse omfatter dog også obligationer, der ikke er udstedt i en securitisation proces.

71. Se til eksempel prospekt for Dexia lock-in 110+.

tioner og i hvor store mængder. Der vil i det følgende blive set på parametre for klassifikationen samt dennes betydning for udvalgte investorer adgang til at investere i de udstedte obligationer.

Der findes ikke i dansk ret et fast og entydigt værdipapirbegreb.<sup>72</sup> Værdipapirhandelsloven har i § 2 fastsat et værdipapirbegreb, der dog alene er gældende for denne lov. Dette værdipapirbegreb er et meget bredt begreb, der som sit væsentligste element lægger vægt på, at udstedelse og omsætning af værdipapiret primært har et finansielt sigte, og at de omsættes eller anvendes på kapitalmarkedet. En securitisation obligation, der har et finansielt sigte og omsættes og anvendes på værdipapirmarkedet, vil utvivlsomt være et værdipapir i Værdipapirhandelslovens forstand.<sup>73</sup>

Hvilken klassifikation værdipapiret får i henhold til Værdipapirhandelslovens opregning af eksempler på værdipapirer er imidlertid mere tvivlsomt, da det må forventes, at karakteren af sikkerhedsaktivet og det tilknyttede finansielle instrument får indflydelse herpå.

En securitisation obligation med karakteristika, som angivet i ovennævnte generelle beskrivelse, har typisk følgende ydre karakteristika:

#### Faste:

- værdipapiret betegner sig selv som en obligation
- værdipapiret udstedes uden personlig sikkerhed, men alene med pant i de til fordel for værdipapiret stillede sikkerhedsaktiver
- værdipapirets hovedstol tilbagebetales ved udløb

#### Variable:

- værdipapiret kan være børsnoteret
- værdipapiret kan være med - eller uden løbende afkast til faste terminer
- værdipapirets afkast vil være variabelt, afhængigt af det tilknyttede finansielle instrument
- værdipapiret vil oftest være et stående lån uden løbende afvikling
- Sikkerhedsaktiverne kan bestå af eksempelvis realkreditobligationer/

---

72. Jf. *Jul Clausen & Krüger Andersen: Børsretten* (2.udg.2003) s. 61.

73. En evt. børsnotering af securitisation obligationen vil underbygge kriteriet om omsætning på værdipapirmarkedet.

securitisation obligationer, pantebreve med pant i fast ejendom, gældsbreve, fordringer m.v.

- Sikkerhedsaktiverne kan være børsnoterede
- Sikkerhedsaktiverne vil ofte tillige bestå af et finansielt instrument, hvorfra afkastet på obligationen skal hidrøre
- Sikkerhedsaktiverne kan selv bestå af en securitisation obligation, hvis aktiver ligger primært til sikkerhed for et finansielt instrument med en risiko, der påvirker kursen.

Værdipapirhandelslovens § 2, stk. 1 opregner følgende typer værdipapirer:

## § 2.

Denne lovs bestemmelser om værdipapirer finder anvendelse på følgende instrumenter: 1) Aktier og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse, 2) obligationer og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse, 3) andre værdipapirer, der omsættes, og hvormed værdipapirer som nævnt under nr. 1 eller 2 kan erhverves ved tegning, ombytning eller kontant betaling, 4) andele i investeringsforeninger, specialforeninger, fåmandsforeninger, udenlandske investeringsinstitutter og andre kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., 5) pengemarkedsinstrumenter, der er optaget til notering på en fondsbørs, samt indlånsbeviser og commercial papers, 6) finansielle futures og tilsvarende instrumenter, 7) fremtidige renteaftaler (FRA-kontrakter), 8) rente og valutaswaps samt swaps på aktier og aktieindeks, 9) råvareinstrumenter m.v., herunder tilsvarende instrumenter, der afregnes kontant, 10) optioner på at erhverve eller afhænde et værdipapir, der falder ind under nr. 1-9, og optioner på aktie- og obligationsindeks, herunder tilsvarende instrumenter, der afregnes kontant, 11) omsættelige pantebreve med pant i fast ejendom eller løsøre og 12) andre instrumenter og kontrakter efter Fondsrådets beslutning.

### Stk. 2.

Fondsrådet kan fastsætte regler om, at nærmere bestemte instrumenter undtages fra denne lov.

Det er interessant at se i hvilket omfang de for securitisation obligationen underliggende sikkerhedsaktiver, herunder det underliggende finansielle instrument, har en betydning – en afsmittende effekt – på klassifikationen af, hvilken type værdipapir en securitisation obligatio-

nen er. Finanstilsynet og Fondsrådet har i en række afgørelser taget stilling til denne afsmittende effekt. Nedenfor refereres udvalgte afgørelser, hvorefter der søges udledt kriterier for den afsmittende effekt af de underliggende sikkerheder ved klassifikationen:

Finanstilsynet tog ved afgørelse af 17.3.2002 stilling til klassifikationen af "Loan Participation Certificates" (LPC), hvilke LPC havde følgende karakteristika:

- der var tale om unoterede værdipapirer baseret på et syndikeret lån med pengeinstitutter som debitorer
- LPC blev udstedt af de i syndikatet deltagende pengeinstitutter
- hvert enkelt pengeinstitut havde foretaget udstykning af dennes respektive del af lånet
- alle pengeinstitutternes udstedelser af LPC henviste til vilkårene for det syndikerede lån og solgtes derfor på enslydende vilkår
- LPC blev omsat på kapitalmarkedet via "skærmmarkedet" i New York
- Investorerne kunne vælge flere udstedere af LPC, hvilket sikrede en bedre prisfastsættelse
- LPC var omsættelige, og indehaveren kunne til enhver tid videreoverdrage sit LPC
- LPC i Marokko og Algeriet indgik i Emerging Market Bonds Index Global, og forudsætningen for at indgå i dette indeks var, at fastsættelse af købs- og salgspriser kunne ske uafhængigt og objektivt og være tilgængeligt på daglig regelmæssig basis
- indehaveren af LPC modtog renter og afdrag i henhold til det underliggende syndikerede lån

Finanstilsynet vurderede, at LPC var omfattet af § 2, stk. 1, nr. 2 i VPHL, og at LPC kunne sidestilles med en unoteret obligation. Finanstilsynet lagde navnlig vægt på følgende kriterier ved sin klassifikation:

- at investor kunne afhænde sine LPC til udsteder eller tredjemand
- at LPC indgik i Emerging Market Bond Index Global
- at prisfastsættelsen kunne ske umiddelbart via "skærmmarkedet" i NY og fremgik af Bloomberg
- at udstedelse og omsætning af LPC havde et finansielt formål, og at de blev omsat på kapitalmarkedet, og at der var tale om flere ens og standardiserede instrumenter
- at investor ved køb af LPC købte rettighederne til at indtræde som



långiver af en andel af det syndikerede lån iht. det underliggende syndikerede lån

At sidstnævnte kriterie, nemlig det forhold, at der forelå et reelt gældsforhold med en tilbagebetalingspligtig hovedstol, kan være afgørende for klassifikationen af værdipapiret i henhold til Værdipapirhandelslovens § 2, ses ved Fondsrådets afgørelse af 2. maj 2002, hvor Fondsrådet tog stilling til klassifikation af et værdipapir, der betegnede sig som en "rentesikringsobligation". "Rentesikringsobligationens" karakteristika var følgende:

- et finansielt instrument, som rettede sig mod pensionselskaber til afdækning af risikoen i forbindelse med en garanteret mindsterente eller ydelse til de pensionsforsikrede og hvert pengeinstitut stod for udstedelsen af værdipapiret
- finansielt frit omsætteligt instrument, der alene udløste rentebetalinger. Rentebetalingerne ville altid være positive og ville afhænge af en referencerente, der varierede over tid. Betalingen skete i Euro efter udløb af det kvartal, som den variable referencerente blev opgjort for
- hovedstolen blev ikke afviklet, ligesom den ikke forfaldt ved obligationens udløb. Der var således alene tale om en beregningsmæssig hovedstol

Fondsrådet fandt, at der var tale om et finansielt instrument med væsentlige lighedspunkter med fondsaktivet "renteswaps", dog var der samtidig tale om et værdipapir med finansielt formål, der var tænkt omsat på det finansielle kapitalmarked. På den baggrund fandt Fondsrådet, at det finansielle instrument, en "rentesikringsobligation", var et fondsaktiv omfattet af VPHL § 2, stk. 1 nr. 12.

Et af de væsentlige punkter, der adskilte "rentesikringsobligationen" fra "LPC", var således en manglende indfrielse af hovedstolen. Det forhold, at der alene opereredes med en beregningsmæssig hovedstol, fik således afsmittende effekt på klassifikationen.

Fondsrådet har ved afgørelse af 12. maj 2003 udtalt, at et værdipapir udstedt af et på Bermuda hjemmehørende selskab med det formål at investere ud fra en hegdefond-lignende investeringsstrategi og hvor værdipapiret havde følgende karakteristika:

- en garanteret hovedstol
- en løbetid på 12 år
- ikke var rentebærende; men afkastet alene afhængigt af tilvækst i selskabets indre værdi

var et værdipapir i henhold til VPHL § 2, stk. 1 nr. 2 og lagde i den forbindelse vægt på

- at obligationerne var værdipapirer, der havde form som et gældsbevis (personlig hæftelse)
- at obligationerne var omsættelige på kapitalmarkedet, samt
- at udstedelsen og omsætningen af obligationerne klart havde et finansielt formål

Af ovenstående afgørelser kan udledes, at følgende kriterier har betydning for klassifikationen af en securitisation obligation som en obligation eller andet tilsvarende værdipapir iht. VPHL § 2,stk 1 nr. 2

- at værdipapirets udstedelse har et finansielt formål
- at det omsættes på kapitalmarkedet
- at det kan afhændes på kapitalmarkedet
- at der er tale om standardiserede instrumenter
- at der er tale om et gældsbevis

Af hensyn til securitisation obligationer udstedt på basis af sikkerhedsaktiver med tilknyttet credit default swap er det værd at bemærke sig, at Fondsrådet ved brev af 29. aug. 2002 har fortolket derivaterne Credit default swap, credit default basket swap, total return swap og credit default option som værende omfattet af VPHL § 2, stk. 1 nr. 12

På baggrund af ovennævnte afgørelser vurderes det, at det forhold, at sikkerhedsaktiverne er tilknyttet et finansielt instrument omfattet af VPHL § 2 stk. 1 nr.12, eller at den udstedte securitisation obligation har tilknyttet et finansielt instrument ligeledes klassificeret efter denne bestemmelse, ikke får gennemslagskraft i forhold til klassifikationen efter VPHL § 2, stk. 1 nr. 2, så længe det værdipapir, der udstedes, i øvrigt besidder de karakteristika, der er anført ovenfor.

## 7. Investorer

I det følgende vil klassifikationens betydning for 1) forsikringsselskaber 2) investeringsforeninger og 3) private investorer blive undersøgt nærmere.

### 7.1. Forsikringsselskaber

Forsikringsselskaber, der ønsker at kunne medregne deres investeringer til den del af aktivmassen, der skal anvendes til dækning af de forsikringsmæssige hensættelser, må udover de investeringsmæssige hensyn, der følger af aktieselskabslovens almindelige regler, tage hensyn til placeringsreglerne i kapitel 11 i Lov om finansiel virksomhed (tidligere kapitel 14 a i Lov om Forsikringsvirksomhed). Det overordnede hensyn bag placeringsreglerne er, at de aktiver, der skal dække de forsikringsmæssige hensættelser, har en tilstrækkelig soliditet, variation og levetid til, at forsikringsselskaberne må forventes at være i stand til at opfylde deres forpligtelser overfor de forsikrede efterhånden, som disses potentielle krav bliver aktuelle.<sup>74</sup>

På baggrund heraf bestemmer LFV § 164, stk. 1, at:

#### § 164.

Følgende grænser med hensyn til de forsikringsmæssige hensættelser er gældende for medregning af aktiver omfattet § 159, stk. 1, hvor aktiverne udgør en risiko på en enkelt virksomhed eller en gruppe af indbyrdes forbundne virksomheder:

- 1) Aktiver omfattet af § 162, stk. 1, nr. 3, må højst udgøre 40 pct.
- 2) Aktiver omfattet af § 162, stk. 1, nr. 4, må højst udgøre 10 pct.
- 3) Aktiver omfattet af § 162, stk. 1, nr. 8, jf. dog stk. 2, må højst udgøre 10 pct.
- 4) Aktiver omfattet af § 162, stk. 1, nr. 5-7 og 9-13, jf. dog stk. 3, må højst udgøre 5 pct.
- 5) Aktiver omfattet af § 162, stk. 1, nr. 6, 7, 9, 10, 12 og 13, jf. dog stk. 4, må højst udgøre 4 pct.
- 6) Lån omfattet af § 162, stk. 1, nr. 13, må højst udgøre 1 pct.

De aktiver, der kan investeres i, er beskrevet i LFV § 162

#### § 162.

Følgende aktivtyper kan indgå blandt aktiverne omfattet af § 159, stk. 1:

---

74. *Holm m.fl.*: Lov om Forsikringsvirksomhed (1998)

- 1) Obligationer eller gældsbreve udstedt af eller garanteret af regeringer eller regionale myndigheder i zone A.
- 2) Børsnoterede obligationer udstedt af internationale organisationer, der som medlem har mindst et af medlemslandene i Den Europæiske Union.
- 3) Realkreditobligationer samt andre obligationer udstedt i et land inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, der frembyder tilsvarende sikkerhed.
- 4) Tilgodehavender, dog ikke tilgodehavender, der er efterstillet andre kreditorer, hos kreditinstitutter og forsikringselskaber under offentligt tilsyn i lande omfattet af zone A samt andre tilgodehavender garanteret af kreditinstitutter eller forsikringselskaber under offentligt tilsyn i lande omfattet af zone A.
- 5) Grunde, boligejendomme, kontor- og forretningsejendomme samt andre ejendomme, hvis værdi er uafhængig af en særlig erhvervsudnyttelse.
- 6) Lån sikret ved tinglyst panteret i ejendomme, som er omfattet af nr. 5, for et beløb på op til 80 pct. af den seneste ejendomsvurdering for boligejendomme og 60 pct. for øvrige ejendomme.
- 7) Lån mod sikkerhed i egne livsforsikringspolicer inden for disses genkøbsværdi.
- 8) Andele og beviser i en afdeling af investeringsinstitutter omfattet af fællesskabsretlige regler og andele i en afdeling af placeringsforeninger, pengemarkedsforeninger og investeringsinstitutforeninger, jf. § 1 og § 2, stk. 2, nr. 1-3, i lov om investeringsforeninger og specialforeninger.
- 9) Andre obligationer og lån noteret på en fondsbørs i lande omfattet af zone A.
- 10) Kapitalandele noteret på en fondsbørs i lande omfattet af zone A.
- 11) Ejendomme, der ikke er omfattet af nr. 5, samt lån sikret ved tinglyst panteret i ejendomme, der ikke er omfattet af nr. 6.
- 12) Kapitalandele og andre værdipapirer, der er noteret på en fondsbørs i lande uden for zone A.
- 13) Unoterede kapitalandele, herunder kapitalandele, der omsættes på en autoriseret markedsplads, jf. § 40, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., eller et andet reguleret marked, der er offentligt anerkendt, regelmæssigt arbejdende og åbent for offentligheden, samt andre lån og værdipapirer, som ikke omfattes af nr. 1-12.

For så vidt angår securitisation obligationer er det interessant at se nærmere på, om det bagvedliggende sikkerhedsaktiv indplacerer securitisation obligationerne under § 163, stk. 1, nr.3 ("guldrandede"), nr. 9 eller nr. 13

Af kommentaren til Lov om Forsikringsvirksomhed fremgår, at Fi-

nanstilsynet flere gange har taget stilling til, om de såkaldte "Mortgage Backed Securities" er omfattet af bestemmelsen.

Finanstilsynet tager konkret stilling til de enkelte udstedere, hvorfor det ikke generelt kan konkluderes, hvorvidt disse værdipapirer er omfattet. Finanstilsynets afgørelse træffes på baggrund af indhentede oplysninger om udstederens og papirernes soliditet. Disse oplysninger fås fra anerkendte rating-bureauer, andre landes tilsynsmyndigheder samt fra andre kilder i markederne.

Af finanstilsynets oplysninger, lagt på Internettet den 31. maj 2001, vedr. den daværende lov om forsikringsvirksomhed §§ 128 og 129 (nu LFV §§ 162 – 163), fremgår, at følgende kriterier medtages i vurderingen:

Finanstilsynet har inden for de seneste år modtaget en række forespørgsler om, hvorvidt forsikringsselskaber og pensionskasser kan placere midler i CMO-produkter og i givet fald, på hvilke vilkår udnyttelsen af denne mulighed inden for rammerne af lov om forsikringsvirksomhed § 128, stk. 1, nr. 1-3, kan finde sted. Tilsynet har tillige modtaget en række forespørgsler om, hvilke betingelser der skal være opfyldt for, at placering af midler i investeringsforeninger og investeringselskaber vil kunne anses for omfattet af Lov om forsikringsvirksomhed § 129, stk. 9, 2.-3. punktum, og § 129, stk. 11, 2.-3. punktum.

I denne anledning skal Finanstilsynet efter drøftelse i Forsikringsrådet meddele følgende vedrørende CMO-obligationer og udstedere af disse (afsnit A)

#### **A. CMO-obligationer og udstedere af CMO-obligationer.**

1. Det udstedende selskab skal have hjemsted i en EØS-medlemsstat.
2. Det udstedende selskab skal være omfattet af tilsyn i en EØS-medlemsstat med henblik på at beskytte ihændehaverne af obligationerne.
3. Det udstedende selskab kan ikke besidde andre aktiver end anført i lov om forsikringsvirksomhed § 128, stk. 1, nr. 1-3.
4. Det udstedende selskab kan ikke, udover forpligtelserne overfor ihændehaverne af CMO-obligationerne, have andre passiver end egenkapitalen og skyldige omkostninger, jf. dog punkt 13 og 14.
5. Det udstedende selskabs vedtægter skal indeholde bestemmelser om, hvilke omkostninger der påhviler selskabet samt et maksimum for hvor

stor en andel omkostningerne må udgøre af den højeste aktivmasse i regnskabet.

6. De udstedte obligationer skal være noteret på en fondsbørs i lande omfattet af zone A.

7. Udstedelsen af CMO-obligationerne skal arrangeres af et kreditinstitut eller et fondsmæglerselskab under offentligt tilsyn i lande omfattet af zone A, således at dette enten garanterer emissionen eller køber samtlige udstedte obligationer med henblik på videre salg.

8. De udstedte obligationer skal sikres ved pant i de underliggende fordringer samt i de hertil hørende afkastkonti. Depot og afkastkonti skal føres hos et kreditinstitut eller et fondsmæglerselskab under offentligt tilsyn i lande omfattet af zone A.

9. Værdien af CMO-obligationerne kan fordeles forholdsmæssigt på aktiver omfattet af § 128, stk. 1, nr. 1-3, på grundlag af de underliggende aktivers tilsvarende fordeling.

Er mindst 80 % af de underliggende fordringer permanent placeret i fordringer omfattet af § 128, stk. 1, nr. 1, nr. 2 eller nr. 3, kan værdien af CMO-obligationerne dog i sin helhed henføres til § 128, stk. 1, nr. 1, nr. 2 eller nr. 3.

10. Provenuet fra udstedelsen af obligationerne skal investeres i fordringer, der i tilstrækkelig grad i obligationernes samlede løbetid dækker de forpligtelser, der følger heraf.

Den maksimale forskel mellem de fremtidige årlige udbetalinger på de udstedte CMO-obligationer på den ene side og de forventede fremtidige indbetalinger fra de fordringer, i hvilke midlerne er placeret, må højst udgøre 1 % af det udstedende selskabs egenkapital. Overstiger den maksimale forskel den nævnte grænse, henføres værdien af obligationerne i sin helhed til § 128, stk. 1, nr. 4.

11. Obligationernes samlede pålydende værdi skal svare til modværdien af de underliggende fordringers værdi.

12. De underliggende fordringer skal have en spredning, der mindst svarer til de krav, der er indeholdt i lov om investeringsforeninger og specialforeninger § 64, stk. 1-3, dog således at obligationer udstedt af KommuneKredit vil kunne sidestilles med statsobligationer, jf. § 128, stk. 1, nr. 1.

13. Det CMO-udstedende selskab kan inden for de rammer, der gælder

for investeringsforeninger, jf. bekendtgørelse nr. 818 af 23. november 1998 §§ 7-9, anvende finansielle instrumenter til afdækning af rente- og valutakursrisici. Anvendes sådanne finansielle instrumenter henføres værdien af obligationerne i sin helhed til § 128, stk. 1, nr. 4.

14. Det CMO-udstedende selskab kan optage lån til udligning af tidsmæssige forskelle mellem indbetalinger fra de underliggende fordringer og udbetalinger i henhold til de udstedte obligationer. Det er en forudsætning, at den maksimale forskel mellem årlige ind- og udbetalinger, der afdækkes ved lånoptagelse, højst må udgøre 1 % af selskabets egenkapital.

Heraf kan udledes, at sikkerhedsaktiverne bag securitisation obligationerne har en betydelig afsmittende effekt, hvorfor man ved konstruktionen af en securitisation obligation rettet mod forsikringselskaber må have disse regler in mente.

Som et mindre forhold fremhæves, at en sparevirksomhed af Finanstilsynet betragtes som værende omfattet af LFV § 162, stk. 1 nr. 4.

## 7.2. Investeringsforeninger

Investeringsforeninger der er omfattet af Lov om investeringsforeninger og specialforeninger m.v.<sup>75</sup> er underlagt en række begrænsninger med hensyn til placering af foreningens formue. Begrænsningerne fremgår nærmere af bl.a. lovens § 87.

### § 87

En investeringsforening eller en afdeling må investere i værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter, som

- 1) er optaget til notering eller handel på et reguleret marked, jf. § 3, nr. 13, eller
- 2) er optaget til notering eller handles på et andet reguleret marked, jf. § 3, nr. 14.

Stk. 2. Såfremt de i stk. 1 nævnte markeder befinder sig i et land, der ikke er medlem af Den Europæiske Union, eller i et land, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, skal markedet enten være godkendt af Finanstilsynet eller være fastsat i investeringsforeningens vedtægter, for at foreningen eller afdelingen kan

---

75. Lov nr. 1169 af 19. december 2003 om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

investere i værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter, der noteres eller handles på markedet.

Stk. 3. En investeringsforening eller en afdeling må investere i nyemitterede værdipapirer, under forudsætning af at

- 1) der i emissionsbestemmelserne gives tilsagn om, at der vil blive fremsat begæring om optagelse til notering på en fondsbørs eller på et andet reguleret marked, der er offentligt anerkendt, regelmæssigt arbejdende og åbent for offentligheden. Såfremt fondsbørsen eller markedet befinder sig i et land, der ikke er medlem af Den Europæiske Union, eller i et land, som Fællesskabet ikke har indgået aftale med på det finansielle område, skal fondsbørsen eller markedet dog være godkendt af Finanstilsynet, eller det skal fremgå af investeringsforeningens vedtægter, at foreningen investerer i værdipapirer, der er noteret på den pågældende fondsbørs eller marked, og
- 2) der opnås tilladelse til optagelse til notering inden udløbet af 1 år efter emissionen.

Stk. 4. En investeringsforening eller en afdeling må investere i andre pengemarkedsinstrumenter end de i stk. 1 og 2 nævnte, hvis emissionen eller emittenten af pengemarkedsinstrumentet selv er reguleret med henblik på at beskytte investorer og opsparing, og hvis pengemarkedsinstrumenterne er

- 1) udstedt eller garanteret af en central, regional eller lokal myndighed eller en centralbank i et medlemsland inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område,
- 2) udstedt eller garanteret af et tredjeland eller, i tilfælde af forbundsstater, af en af dennes delstater,
- 3) udstedt eller garanteret af en international institution af offentlig karakter, som en eller flere medlemslande deltager i,
- 4) udstedt eller garanteret af foretagender, der er underkastet tilsyn, og som befinder sig i et zone A-land eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område,
- 5) udstedt af et obligationsudstedende institut, som er oprettet ved særlig lov, og som befinder sig i et land, der er medlem af Den Europæiske Union, eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller



- 6) udstedt af emittenter, hvis værdipapirer handles på et marked som nævnt i stk. 1.

Stk. 5. En investeringsforening eller en afdeling må investere indtil 10 pct. af sin formue i andre værdipapirer eller pengemarkedsinstrumenter end de i stk. 1-4 nævnte.

Ved den ovenfor refererede afgørelse af 17. marts 2003 tog Finanstilsynet tillige bekræftende stilling til, at "LPC" var omfattet af betegnelsen "andre værdipapirer" i den daværende § 59, stk. 2 i Lov om investeringsforeninger og specialforeninger<sup>76</sup> - nu § 87, stk. 5.

Ved afgørelsen heraf lagde Finanstilsynet vægt på omsætteligheden og fremhævede, at investor kunne afhænde sine LPC til udsteder eller tredjemand samt at LPC indgik i Emerging Markets Bond Index Global, hvor forudsætningen er, at fastsættelse af køb- og salgspriser kan ske uafhængigt og objektivt og være tilgængelig på daglig regelmæssig basis, og at prisfastsættelsen skete umiddelbart.

Endelig fastslog Finanstilsynet, at man ikke havde foretaget en endelig fortolkning af, hvorvidt værdipapirer omfattet af § 59, stk. 2 i lov om investeringsforeninger – nu § 87, stk. 5, tillige skulle være omfattet af § 2 i Værdipapirhandelsloven. Dette må dog formodes at være et vægtigt argument ved fortolkning af placeringsreglerne. Dersom eksempelvis de underliggende sikkerhedsaktiver placerer værdipapiret i en anden kategori end VPHL § 2, stk. 1 nr. 2, eksempelvis som et finansielt instrument i henhold til VPHL § 2, stk. 1 nr. 12, vil investeringen i værdipapiret efter omstændighederne være underlagt andre regler og andre placeringsgrænser, jf. § 93 sammenholdt med § 97 i lov om investeringsforeninger og specialforeninger m.v.

### 7.3 Private investorer

I modsætning til udbyderne af securitisation obligationer, der bl.a. skal iagttage rådgivningsmæssige regler, etiske regler og markedsføringsregler i forbindelse med udbudet, har de private investorer kun egne økonomiske hensyn at varetage, men er ikke underlagt investeringsbegrænsninger i øvrigt.

Dersom de private investorer anvender pensionsmidler eller midler fra andre skattebegunstigede opsparingsformer, skal de dog være op-

---

76. Lbkg. nr. 658 af 7. august 2002.

mærksomme på investeringsbegrænsningen i § 10, stk. 5, i puljepensionsbekendtgørelsen,<sup>77</sup> hvor følgende fremgår:

## § 10

....

### Stk. 5

Anvendes midler i særskilte depoter til anbringelse i de i stk. 1, nr.3 og 5 nævnte aktiver, må værdien af værdipapirer udstedt af en enkelt emitent ikke overstige 20 pct. af de samlede midler. Op til 20 pct. Af de samlede midler i særskilte depoter kan anbringes i de i stk. 1, nr. 6, nævnte aktiver. Et beløb svarende til det efter lov om beskatningen af pensionsordninger m.v. tilladte årlige indskud på en kapitalpensionsordning kan dog altid anbringes i værdipapirer omfattet af stk. 1, nr. 3, 5 og 6.

For alle investorer og således også de private investorer er det relevant at se på begrænsninger i adgangen til at investere i værdipapirer udstedt af samme udsteder, jf. de ovenfor citerede forskellige placeringsregler.

I forhold til securitisation obligationer er det centrale spørgsmål hvorledes det forhold skal vurderes, at en investor dels har investeret direkte i en emittents værdipapirer, dels har investeret i securitisations obligationer hvor sikkerhedsaktiverne består af emittentens værdipapirer. Afhængig af hvorledes forholdet vurderes kan der opstå problemer såfremt en investor allerede har en maksimumsandel af direkte investeringer i emittenten.

Finanstilsynet har i en afgørelse af 13. november 2002 udtalt sig om forholdet, idet Finanstilsynet anførte at:

Ifølge Tilsynets afgørelse af 25. marts 1993 skal begrebet "emittent" i bekendtgørelse om puljepension og andre skattebegunstigende opsparringsformer § 10, stk. 5 forstås som en særskilt juridisk person.

Den i forespørgslen anførte konstruktion kan, generelt betragtet, ikke anses som en omgåelse af bekendtgørelsens § 10, stk. 5. Det kan dog ikke udelukkes, at der konkret kan blive tale om en omgåelse af bestemmelsen, hvis konstruktionen er etableret med det formål at undgå 20 % begrænsningen i § 10, stk. 5.

Heraf kan konkluderes, at udstederen skal ses som den formelle udsteder, medmindre der kan være tale om omgåelse. Sidstnævnte forekom-

---

77. Bekg. Nr. 1100 af 12. december 2000.

mer at være en vanskelig grænsedragning, idet securitisation obligationerne typisk vil være ensartede værdipapirer beregnet på generel omsætning på kapitalmarkedet. Omgåelsesbetragtningen kan alene anses at få vægt ved en "rettet" værdipapirudstedelse, hvor securitisation obligationen er designet specielt til en kunde med ovennævnte problem.

Tilsvarende må konkluderes, at i de tilfælde, hvor et SPV gennemfører flere separate obligationsudstedelser uden personlig hæftelse og med pant i hver sin aktivportefølje, vil det forhold, at værdipapirerne sikkerhedsmæssigt er helt adskilt og de underliggende sikkerhedsaktiver af forskellig karakter, formentlig betyde at de anses for at være udstedt af samme udsteder (det pågældende SPV), således at sikkerhedsaktiverne ikke her får en afsmittende effekt.

## 8. Konklusion

Uanset at a) den cirkulerende mængde af Asset Backed Securities noteret på Københavns Fondsbørs gennem de seneste 10 år (forfatterne har gennemset prospekter for cirkulerende mængder over DKK 4 mia.) er ganske pæn og b) at sikkerhedsaktiverne varierer fra realkreditobligationer, over strukturerede værdipapirer af forskellig art, til pantebreve i fast ejendom, og c) at emissionerne introducerer nye mellemmandsformer i dansk ret i form af trustees og obligationsejerrepræsentanter, synes hverken udstedelsen eller håndteringen af disse securitisation obligationer at have givet anledning til væsentlige juridiske problemstillinger i det praktiske liv. Hertil kommer, at securitisation obligationerne har juridiske problemstillinger til fælles med garanterede strukturerede obligationer, i form af bestemmelser om hvilke mellemmand, der kan håndhæve garantien, hvilket bringer den samlede cirkulerende mængde op på et væsentligt højere beløb.

Obligationerne er underlagt meget forskellig lovregulering, og vi har ovenfor forsøgt at sætte disse "nye" obligationers vilkår ind i kendte juridiske rammer, ligesom vi har diskuteret udvalgte grænsedragningstilfælde, som den alsidige regulering giver anledning til. Gennemgangen er langt fra udtømmende, hvad også titlen "udvalgte juridiske problemstillinger" indikerer. Vi har lagt fokus på de juridiske problemstillinger, der har interesseret os, uden skelen til et behov i den juridiske litteratur for en egentlig systematisk gennemgang og fuldstændig beskrivelse af securitisation obligationer og de mange love udstedelsen af obligationerne og opfyldelsen af obligationernes vilkår er underlagt.

By Andreas Tamasauskas

# THE NEGATIVE PLEDGE CLAUSE

An investigation into the remedies available to the original lender with special emphasis on the tort of interfering with contractual relations

## I. INTRODUCTION

The negative pledge clause has always been a clause of immense significance in domestic as well as in international finance. In international finance, the negative pledge clause has a dominant position in almost every loan agreement, but also in other areas of international finance, for example in the issuance of various debt securities such as eurobonds and medium term notes. Its application in domestic finance has mainly been in relation to the issuance of debentures in which the inclusion of the negative pledge clause in the debenture instruments seeks to prevent the creation of subsequent fixed charges to the detriment of the floating charge granted in favour of the debenture holders. The internationalisation of finance has, however, also meant that even domestic loan agreements nowadays often contain negative pledge provisions along with other clauses originally only found in the area of international finance.

Although, the negative pledge clause is widely used, its application is not without difficulties. Throughout the years, there have been some controversies about which undertakings by the borrower that are prohibited, the scope of the prohibition and finally exactly which remedies that are available to the creditor in case of a breach of the clause. This controversy can partly be explained by inadequate and inappropriate drafting. The use of a terms like "encumbrance" not having a strict meaning does beg the question of exactly which undertakings that are

prohibited.<sup>1</sup> On the other hand, the ingenuity of debtors when it comes to raising secured finance in adverse financial conditions inevitably must have some effect on the way the clause is drafted. From the solicitors' perspective, a rigid and complex negative pledge clause is often the preferred alternative to a clause which eventually turns out to be inadequate when it comes to protecting the interests of the lender.

Another possible factor that has been contributing to the controversy is probably the fact that some lenders, if not all, seek to extend the scope of the clause beyond what was originally contemplated when the borrower faces financial difficulties. The rationale behind this is not difficult to conceive; while market conditions and the strength of the borrower might have prevented the taking of the security in the first place, there is no reason for not trying afterwards to enhance ones protection vis-à-vis the other creditors. Although understandable, this position sometimes leads to some far-fetched arguments, which are not exactly improving the common understanding of the negative pledge clause. Attempts to enlarge the scope of the clause retrospectively through the use of equivalent and the automatic security clauses can cause further problems as to understanding and ascertaining the effects of the clause.

While most of these controversies can be solved by either interpreting the contract or by applying ordinary contract law, some controversies still remain. One of those is the remedy available to the lender in case of a breach of the clause. It is evident that the negative pledge itself does not constitute a security<sup>2</sup> meaning that any protection offered to the lender must either be based on a contractual basis with the borrower or must rely on the principles of tort law. Generally speaking, breach of a covenant and certainly breach of the negative pledge clause is an event of default and thus will normally result in the acceleration of the loan. In the unlikely circumstances that the lender ex.ante is aware of a threatening breach of the covenant, the use of a prohibitory injunction might also be of some assistance. Those are the remedies available against the borrower.

However, as it is often the case those remedies are useless against a debtor who is facing serious financial difficulties, making an acceleration nothing more than a step towards a rescheduling and possible massive write down of the debt. Correspondingly, the use of an injunction as a

---

1. P Gabriel *Legal Aspects of Syndicated Loans* (Butterworths London 1986) p. 82.

2. RM Goode *Legal Problems of Credit and Security* (Sweet and Maxwell, 1988) p.19.

mean to prevent breach of a negative pledge is more theoretical than practical; by the time the lender acquires knowledge of the breach, the security will almost inevitably already have been handed over and perfected. Unless the granting of security is in favour of an existing lender for existing debt, thus possibly being a preference and thereby being voidable, the original lender will seldom have any adequate remedies against breach of the covenant.

Even though, most borrowers honour their commitments<sup>3</sup>, the question remains whether the lender has other more auspicious alternatives. One alternative might be to focus on the new lender taking the security in breach of the covenant. In this connection, one might consider whether the action undertaken by the new lender could amount to being an interference with contractual relations between the original parties and whether such interference actually can give rise to an action for damages on the original lender's behalf. Another possibility may be to seek other kinds of contractual protections against such breaches, e.g. by the inclusion of the aforementioned equivalent and automatic security clauses.

This essay will focus on the first of the two alternatives. In order to structure the discussion in a proper way, the paper is divided into two parts consisting of a total of five sections. An introduction is found in section I. Section II comprises an introduction to the negative pledge, its content and its structure. A section on the various aspects of enforcing the clause is found in section III with the primary focus on the remedies available against the borrower. A brief introduction to the economic torts is, however, found at the end of the section. In the second half of the essay, section IV contains an analysis of the tort of interference with contractual relations and its application with regards to negative pledge clauses. A conclusion is found in section V.

Due to the word limitation of the essay, it is stressed that the introductory remarks about the clause, which set the ground for the following discussion, are quite concise. Readers who desire a more fundamental and thorough discussion of the clause and its content are referred to the literature stated in the bibliography.

Furthermore, it should be noted that the essay will focus on negative pledges in commercial finance and their enforcement in a commercial

---

3. In relation to international borrowers see PR Wood *International Loans, Bonds and Securities Regulation* (Sweet and Maxwell, 1995) p. 38.

context. World Bank, EBRD<sup>4</sup> and commercial bank loans to sovereign borrowers are thus excluded from this essay.

Finally, it should be noted that although negative pledge clauses are frequently included in issues of eurobonds and medium term notes, the purpose and the content of the clause are somewhat different, and consequently not all observations in the following will apply with equal strength to such situations.<sup>5</sup>

## II. THE NEGATIVE PLEDGE COVENANT – AN OVERVIEW

### 1. The Purpose of the Clause

The negative pledge covenant<sup>6</sup> performs various functions, depending on the circumstances in which it is applied. Although, some of the functions are identical in different contexts one can derive advantages from differentiating between its functions in unsecured and secured finance.

#### (a) Unsecured Finance

In unsecured finance, the main function of the negative pledge clause is to ensure that the pool of assets available to a lender in a possible insolvency does not deteriorate substantially over time.

Although, an evaluation of a debtor's cash flow projections over time probably is the most important element in the credit rating of the bor-

---

4. European Bank for Reconstruction and Development.

5. The typical negative pledge in eurobonds issues will thus not per se prohibit the creation of security interests, but will require that the bonds are equally secured. Furthermore, the restriction of the negative pledge will normally only apply to indebtedness evidenced by similar securities, thus e.g. bank loans are excluded. Furthermore, domestic borrowing might be excluded. The reason for this somewhat different approach is due to the fact that bondholders are not that concerned about the debtor's encumbrance of his assets, but more with the way a secured, but otherwise identical, bond issue will affect the price of the outstanding unsecured bonds. For an example of a typical eurobond negative pledge clause see Allen & Overy *Legal Aspects of Eurobond Issues – Investment Risk* (London 2002) p. 17.

6. A covenant can be defined as a promise made in a deed. Commonly, it is however also used as meaning a promise or obligation of any kind whether made under seal or not. In banking and finance law, the expression is used to describe obligations of the borrower in a credit facility other than the obligation to repay the debt. The term negative pledge covenant and negative pledge clause will be used interchangeably in this essay.

rower, a potential creditor will also want to know which assets are available for a forced distribution in a worst case scenario. Since, it is a dominant feature of most insolvency regimes that secured assets can be separated from the insolvent estate of a debtor and thus not being available for the ordinary creditors, the debtor's ability to create security interests in his assets has to be restricted in some ways.

The inclusion of a negative pledge clause in the finance agreement is one way to ensure the availability of the assets. The negative pledge clause has always played a special role in international finance as opposed to domestic finance. This is not due to the fact that international finance necessarily differs substantially from domestic finance or that international lenders have special needs for protection. It is more caused by the predominance of unsecured lending in international finance as opposed to domestic finance. A predominance caused to a large extent by the difficulties related to the obtaining and the administering of security on a transborder basis. It should thus be remembered that while the governing law of the finance agreement to a large extent can be decided by the parties themselves, this is not the case when it comes to security. The applicable law will here normally follow from the *lex situs* doctrine. Since there until now, even within the European Union, has been virtually no harmonisation of security law, a creditor opting for security will have to comply with local laws.<sup>7</sup> If the assets are located in numerous jurisdictions, the compliance with local security laws can be onerous.

Besides preserving the pool of assets, the negative pledge also indirectly inhibits excessive borrowing by the debtor.<sup>8</sup> It must, actually, be assumed that companies wanting to raise finance beyond a certain leverage point can only do so on a secured basis.

By restricting the debtor's ability to furnish security, the amount of additional finance is also restricted. In that respect, the negative pledge will, however, also often be supported by more specific financial covenants, e.g. leverage ratios and borrowing limits.

In cases where a debtor has numerous creditors, who all have sub-

---

7. Some harmonisation of the member states' security laws is found in the Financial Collateral Directive 2002/47/EC. The narrow scope of application and the limited substance prevents it, however, from having any substantial impact on the way lending business is conducted across the EU.

8. PR Wood *International Loans, Bonds and Securities Regulation* (Sweet and Maxwell London 1995) p. 34.



stantial stakes in the debtor's business, the negative pledge serves a third more subsidiary purpose; namely to enhance equality between the creditors. As long as all creditors are secured or all are unsecured there is no problem with equality but once some creditors are secured and others are not an imbalance with possible detrimental effects arises.

Should the debtor experience financial difficulties, only the unsecured creditors facing a risk of non or only partial fulfilment of their claims will have an incentive to work out a rescheduling. The secured creditors will, on the contrary, given that their claim is fully secured by a perfected and non-voidable security, have no incentive to participate in such a rescheduling. A potentially more valuable sale of the debtors business as a going concern will thus be jeopardised by the piecemeal sale of assets by the secured creditors. The inclusion of a negative pledge in the finance agreement should prevent this.

#### (b) Secured Finance

In relation to secured finance the negative pledge serves a somewhat different function. While some of the motives for the use of the negative pledge apply with equal strength in relation to secured finance, other motives differ. The main concern for the secured creditor is the existence of junior security interests. The existence of a junior security broadly speaking gives rise to two distinct problems as Mr. Wood points out.<sup>9</sup>

First of all, the lender cannot advance additional funds with the benefit of the original security without the junior security holder's consent, thus making rescheduling more difficult. Secondly, the junior security holder in most jurisdictions will be able to enforce the security independent of the senior security holder, which can create problems if the enforcement takes place at an inconvenient time and the senior security holder is not prepared to pay the junior creditor out. Even though, a subordination agreement might mitigate the problem, it will not solve it completely. Thus the need for a negative pledge even in secured finance agreements.

Another application for negative pledges in secured finance is in relation to the preservation of priority in connection with floating charges.

---

9. PR Wood *International Loans, Bonds and Securities Regulation* (Sweet and Maxwell, London 1995) p. 38.

Since the very essence of the floating charge is the company's continuing authority to dispose of its assets in the ordinary course of its business, the debenture holders are potentially endangered, since the company might sell or encumber the very assets covered by the floating charge. As long as the creation of e.g. a fixed charge is deemed to be 'in the ordinary course of business' the fixed charge will have priority over the floating charge. Since the term 'in the ordinary course of business' has been interpreted quite widely in case law, it is evident that debenture holders seeking to prevent such situations must restrict the debtor company's authority to encumber its assets.<sup>10</sup> The inclusion of a negative pledge in the debenture is one way to restrict the company's authority. A subsequent holder of a fixed security with notice of the restriction would thus not gain priority over the floating charge in the event of crystallisation.

The use of negative pledges in debentures as a way of restricting the debtor company's authority to encumber its assets seems to be quite common in jurisdictions that recognise universal charges such as the floating charge.<sup>11</sup> However, the problem remains that only an encumbrancer with notice of the negative pledge would be affected by it.

Without notice of it, the encumbrancer would still gain priority over the floating charge. The problem hereafter is how to put potential encumbrancers on notice as regards the negative pledge clause.

One solution apparently often adopted seems to be the inclusion of the negative pledge in the particulars to be filled in accordance with the Section 395 of the Companies Act 1985. By including the restrictions in the particulars filled, one avoids the problem that the registration of a charge is not notice of the contents of the charge instrument itself.<sup>12</sup> This ensures that potential encumbrancers searching the register would be on notice of the restrictions with the aforementioned effects. If they, however, do not search the register, they will not be on notice thereby gaining priority over the floating charge since there can be no constructive notice of matters which are not required to be filled at the Registry.<sup>13</sup>

---

10. See on the interpretation of 'in the ordinary course of business' RM Goode *Legal Problems of Credit and Security* (Sweet and Maxwell, London 1988) pp 84-85 with references to case law.

11. WJ Gough *Company Charges* (2<sup>nd</sup> edn Butterworths London 1996) p. 221.

12. RM Goode *Legal Problems of Credit and Security* (Sweet and Maxwell, London 1988) p. 41 with references to case law.

13. *Ibid.* p. 43

Whether there can be an inferred knowledge on behalf of the encumbrancer as to such restrictions is doubtful.<sup>14</sup>

## 2. General Structure and Content

The structure and content of the negative pledge covenant can be described in terms of a) the obligation it imposes on the borrower, b) the scope of this obligation and c) any exclusions necessary to make it commercially viable.

### (a) Obligation

In its basic form, the negative pledge is an undertaking by a borrower not to provide security for other lenders typically given to a creditor in connection with entering into a finance agreement. Even restricted to corporate credit facilities, the variations of the clause are immense. First of all, the clause can be varied as to which kind of security is covered. The bulk of the negative pledges in corporate credit facilities cover both future and existing security. The reason for including existing security is seldom the desire of the creditor to have the debtor discharge existing security interest. The inclusion of existing security rather seems to perform some kind of investigatory function; the lender would like to know whether there exist any security interests on the debtor's assets, which for some reason have remained undisclosed. Since breach of a covenant in general and certainly breach of the negative pledge covenant always is made an event of default, the debtor has a clear incentive to inform the creditor about the security interest and request a waiver.<sup>15</sup>

---

14. Ibid.

15. Breach of a covenant does not necessarily imply that the loan as such is called in. In syndicated loans, where the negative pledge covenant originated from cf. PR Wood: *International Loans, Bonds and Securities Regulation* (Sweet and Maxwell, 1995) p. 5), the acceleration of the loans is sometimes conditional upon the Majority Banks calling the default.

## (b) Scope of Obligation

In relation to the types of security covered by the negative pledge, the trend seems to be to include all conceivable types of security and preferably all other types of transactions having the effect of security. This is normally achieved by either using general terms like "encumbrance"<sup>16</sup> or just "security interest" or by listing a number of specific security types, like mortgages, charges, pledges etc. The advantage of the former approach is that the clause has a wider scope, ultimately to be determined by the courts, thereby offering the lender more protection against various attempts to bypass the covenant. On the other hand, the general approach does reduce the predictability of the clause, leaving it to the borrower to seek waivers whenever a contemplated transaction might theoretically infringe the negative pledge covenant.

The trend, nowadays, seems to be a combination of the two options, where the existence and creation of security interests are prohibited followed by an exemplification of some, but not necessarily all security interests which are covered by the clause. A special problem in this connection is the presence of quasi-security transactions, which although not within the narrow definition of security have the same effect as security. Examples of such quasi-security transactions are financial leasing, sale-and lease-backs, title retention and repurchase agreements. While such transactions in some jurisdictions might be re-characterised as constituting security, the safest approach is probably to include transactions having the effect of security within the ambit of the negative pledge clause.

Another problem with the interpretation of the security actually covered by the clause is the one that arises when some of the debtor's assets are situated in different jurisdictions. It is generally recognised that the applicable law when it comes to security is *lex situs*, thus making the physical location of the security a pivotal point. In cases where the *lex situs* differs from the governing law, the question arises which transactions actually constitute a breach of the clause. It is quite evident that one cannot simply apply the English definitions of e.g. a charge to the

---

16. According to Mr. Gabriel, the term 'encumbrance' is normally used in connection with land law and its meaning differs depending on the circumstances. After citing and discussing case law, Mr. Gabriel argues that in relation to loan finance, the term encumbrance must be in the nature of a security or a proprietary claim, cf. P Gabriel *Legal Aspects of Syndicated Loans* (Butterworths London 1986) p.82.

relevant overseas transaction. Comparisons between various security interests are inherently difficult.

Furthermore, it is not even certain that a comparable security exists in the jurisdiction in question. While this will probably not be of any concern to the lenders, the opposite situation would. Although, there seems to be no firm authority on how to solve this problem, it is submitted that a liberal construction of the negative pledge clause is called for. Since the very essence of the negative pledge clause is to prevent the creation of a class of assets which are unavailable to the ordinary creditors on an insolvent liquidation, it is submitted that those transactions which by the *lex situs* are treated as being security interests should be captured by the negative pledge clause. This would apply whether or not the transaction would be classified as a security interest under English law.<sup>17</sup>

### (c) Exclusions

Since the negative pledge clause as a matter of drafting has a very broad scope, it is necessary to introduce some exclusions, if it is not to hamper the day to day operations of the borrower. While the number and ambit of the exclusions vary on a case to case basis, one would normally find one or more of the following exclusions: 1) Security created with the consent of the Majority banks, 2) Liens arising by operation of law given that they are discharged within a specified period – typically within 30 days, 3) security on, after acquired assets to secure the finance necessary for the acquisition and 4) a *de minimis* amount covering various kinds of security.<sup>18</sup>

### 3. Drafting Structures

Even though, the functions of the negative pledge clause are roughly the same in various kinds of transactions, a number of different variations exist, even if one excludes those that only differ as to which transactions are within the ambit of the clause. The main difference evolves around

---

17. RC Tennekoon *The Law & Regulation of International Finance* (Butterworths London 1991) p. 93.

18. PR Wood *International Loans, Bonds and Securities Regulation* (Sweet and Maxwell London 1995) p. 36-37. For a more extensive list, see p. 464-469. See also Loan Market Associations Recommended Forms of Primary Documents regarding exclusions to the negative pledge.

whether the clause is drafted in a negative or – although a bit self-contradictory – an affirmative manner.

(a) The Strict Negative Pledge

This clause will only consist of the normal undertaking not to furnish security to any other creditor. No further guidance on the effects of a breach of the clause will be mentioned in the clause itself, but will, of course, be mentioned in the event of default clause. Unless the lender waives the clause, no security can be given to a new lender, even if equivalent security is given to the original lender.

(b) The Affirmative Negative Pledge

The second type of clause is the, although a contradiction in terms, so-called affirmative negative pledge clause, which not per se prohibits the creation of security interests over the debtor's assets, but which requires as a pre-condition that the original lender is given equal security. A negative pledge clause most often encountered in relation to bond issues.

(c) The Equal Security Clause

The equal security clause differs from the strict negative pledge in that it not only restrains the borrower from granting security to subsequent lenders, but also requires the borrower to give the original lender equal security, should he breach the first prohibition. What constitutes equal security will normally not be specified in the clause as such and neither will it be specified whether the security is to be created on the same assets or some other assets belonging to the debtor.

It should be noted that the equal security clause is somewhat different from the affirmative negative pledge, although it occasionally is seen to be treated as the same clause. While the affirmative negative pledge gives the borrower a right to create security interests as long as the lender will receive an equal security interest, this is not the case with the equal security clause. Even if an equal security is offered to the lender he is not obliged to give his consent to the creation of the first security interest. Any furnishing of security would thus constitute a breach of the negative pledge clause and give rise to various remedies, cf. section III.

(d) The Automatic Security Clause

While the equal security clause only contains a promise by the borrower to furnish security to the original lender should the clause be breached, the automatic security clause takes it a step further. The automatic security clause will thus specify that in the event of a breach of the clause, the lender is deemed to be equally and rateably secured on the same asset as the secured creditor is. The difference between the two variations should be noted; the equal security clause only requires the borrower to furnish equal security in favour of the original lender, while the automatic security clause implies that no further action is required by the borrower, should he breach the prohibition.

In essence, the clause seeks to create a contingent security interest where the contingency is the breach of the negative pledge covenant. From a theoretical point of view, this should circumvent any problems the equal security clause might give rise to such as the debtor's unwillingness to grant the equal security, problems as to identifying equal security and matters of priority.

The automatic security clause is, however, not without its flaws as will be seen in the following sections, even when it is taken into account that the problems associated with lack of registration within due time, might be mitigated by the intervention of equity.

### **III. ENFORCEMENT OF THE COVENANT**

#### **1. Enforcement in Relation to the Borrower**

Although this essay is primarily concerned with the remedies available to the original lender against a new secured lender, one should briefly consider the available remedies against the borrower. In principle, there are four different remedies available to the lender although not all are equally viable.

(a) Acceleration and Damages

First of all, a breach of the negative pledge will be an express event of default in almost every loan agreement whether bilateral or syndi-

cated<sup>19</sup>, although it should be noted that under most syndicated loan agreements this remedy is subject to the discretion of the majority banks. The majority banks, often defined as the holders of 2/3 of the participations, could thus waive any of the borrower's obligations under the loan agreement among others the covenants. This provision of syndicate democracy, subject to a few exemptions mainly in relation to alteration of interest rates, changes in the sums due to the banks and postponement of repayment date/alteration of repayment schedule, will in general bind the minority banks. It should, however, be appreciated that taking the i) sophistication of the lenders, ii) the sharing clause into consideration, one cannot imagine serious and lasting differences in opinion as to enforcement actions in case of breach of the negative pledge clause.

Alternatively or in the rare occasions that breach of the negative pledge clause is not an express event of default giving rise to an acceleration, the lender will be entitled to damages as a matter of ordinary contract law upon breach of a covenant. The size of such a claim is, however, uncertain, at least in those circumstances where the borrower does not become insolvent immediately after the completion of the transaction. It will thus be inherently difficult to ascertain the loss suffered as a consequence of the transaction should the borrower continue to honour his payment obligations and first default in a distant future. Damages recoverable due to a breach might thus just be nominal.

For the sake of completeness, one might also consider whether the breach of the negative pledge clause could amount to a repudiation by the borrower thereby giving the lender the right to discharge the contract by accepting the repudiation.

Such an consideration would be particularly relevant in circumstances where breach of a covenant is not explicitly made an event of default in that this could have an impact on the borrower's ability to draw down further funds.<sup>20</sup> If the lender is to be discharged from his obligations

---

19. In relation to a eurobond negative pledge, the situation seems rather different as breach of the negative pledge will in general not be an express event of default.

20. The borrower's ability to draw down further funds is in general subject to a conditions precedent clause *inter alia* containing a provision that the borrower is not in default and that no default would arise immediately after the draw down. If breach of the negative pledge covenant is not classified as a default the borrower might be entitled to draw down further funds despite the breach.



under the contract i.e. to provide further funds, the breach will either have to be in way of renunciation, impossibility or failure to perform.

In the particular case, breach of the negative pledge clause will probably amount to a failure to perform what has been promised. It should, however, be remembered that in general only a broken condition or breach of an intermediate term which deprives the plaintiff of substantially the whole benefit of the contract will entitle the lender to be discharged of further liabilities under the contract.<sup>21</sup> Breach of a term, which only amounts to a warranty, will thus only entitle the lender to damages. Whether the negative pledge covenant in absence of any express stipulation is a condition, an intermediate term or a warranty is a matter of construction. While the parties to the contract are free to stipulate that even a minor term should be regarded as a condition, a court will have to look at the relative importance of the term broken when deciding which remedies are available in the absence of express stipulation.

If the term is essential to the contract as such – in the eyes of the court essentially 'making what is in effect a value judgement about the commercial significance of the term in question'<sup>22</sup> - or if the parties clearly intended that breach of the term should give the innocent party right to discharge himself, it will amount to a condition. If the term, however, is of such a nature that it can be broken either in a trivial manner, not undermining the contract as well as in a more fundamental manner depriving the innocent party of the whole or a substantial part of the benefit it will be an intermediate term. If the breach is of the former type, the remedy available will be a right for action of damages; in the later case, the innocent party will have the additional right of discharging himself from further obligations.

In the current context, it is submitted that the negative pledge is an intermediate term. Although, one could argue that the negative pledge provision, at least in pure unsecured lending, is an essential obligation whereupon the loan agreement as such depends, it is probably not per se a condition. It should thus be remembered that the negative pledge covenant could be breached in a number of ways, not all of them that fundamental as undermining the contract itself. In absence of express

---

21. Cf. *Hong Kong Fir Shipping Co. Ltd. v Kawasaki Kisen Kaisha Ltd.* [1962] 2 QB 26, 66.

22. Cf. *State Trading Cpn. Of India Ltd. v M. Golodetz Ltd* [1989] 2 Lloyd's Rep. 277, 283.

stipulation, it is doubtful whether a court would allow the innocent party to discharge himself from a multimillion-pound loan agreement merely because the borrower carelessly has created a tiny security interests in relation to a trivial purchase. On the other hand, a security interest created in favour of another lender securing old debt would almost certainly give the lender such a right.

#### (b) Specific Performance

Specific performance will normally not be relevant in relation to breach of the negative pledge clause due to the fact that it normally only contains a negative covenant. Only in relation to the affirmative negative pledge clauses, this remedy will have some role to play. In eurobond issues where the borrower promises to furnish similar security, should he subsequently issue secured bonds, a claim for specific performance could be an additional option in stead of a claim for damages.

Although, it has often been noted that specific performance is a discretionary remedy, this does not imply that the choice of the courts will be exercised in a totally arbitrary manner.

On the contrary, the grant of specific performance is to a substantial extent governed by rules and principles.<sup>23</sup> In general, specific performance will only be granted in cases where this remedy will 'do more perfect and complete justice than an award of damages'.<sup>24</sup> The inadequacy of damages is, therefore, not per se a necessary condition for the grant of specific performance, although it is an factor to be taking into consideration.

In relation to breach of negative pledge provisions in Eurobonds, it is submitted that the award of damages will often be an adequate remedy, not least because the loss suffered due to the subsequent secured issue will often be easy to ascertain. In principle, the decline in the price of the unsecured bonds immediately after the issue of the secured bonds would be the loss to the investors.

In those circumstances, it is difficult to plead that the award of specific

---

23. PH Pettit *Equity and the Law of Trusts* (9<sup>th</sup> edn Butterworths London 2001) p. 631 with reference to case law. The remedy is described as being discretionary due to the fact that the courts in deciding whether to grant the remedy or not can take other circumstances into account which are irrelevant in the common law.

24. *Tito v Waddell* (No. 2) [1977] Ch. 106, 322 ; *Wilson v Northhampton and Banbury Junction Rly Co.* (1974) 9 Ch. App. 279, 284.

performance would do more perfect and complete justice. On the other hand, it is clear that situations can arise where specific performance would indeed do more perfect and complete justice. In the aforementioned situation, a claim for damages might jeopardize the issuers liquidity and thus subsequently his debt servicing capacity. Secondly, in some cases the loss suffered may actually be difficult to ascertain as questions of causation could arise, e.g. was the decline in price due to the secured issue or to a market scepticism in relation to the issuer's ability to service his debts.

In relation to the granting of specific performance, it is submitted that the usual requirement as to mutuality will not be an issue in the context of bond issues. The investors will thus have performed all their obligations, i.e. the provision of funds, by the time a breach of the negative pledge might become relevant. Whether the provision of funds therefore is enforceable by way of specific performance becomes an irrelevant question.

A factor, which, however, might prevent the grant of specific performance, is whether the obligation to grant 'similar security' is sufficiently defined for the courts to enforce it. It has thus been held that in cases where the obligations sought to be enforced are ill-defined, a court will not grant specific performance on the grounds that the terms of the court's order compelling the performance would be equally ill-defined with the possible consequence of endless litigation over compliance. This argument, however, seems to apply more to cases where there is a continuing obligation and where continuing supervision by the courts might be required. In relation to the furnishing of similar security, there seems to be no such problems. A similar security could be identified with reference to the security granted in breach of the covenant, i.e. with reference to the type of asset, the amount secured, the type of security interest etc. Where the borrower no longer has assets equivalent to the security securing the subsequent bonds, the court will by exercise of its discretion have to find the closest alternative.

While the remedy may work in some circumstances, it is quite clear that it has its limitation; it is only useful against a borrower who still has unencumbered assets left. If the breach of the covenant is committed as a response to adverse financial conditions, the remedy may be futile.

Furthermore, as an equitable remedy it is subject to the usual maxims of equity, among others that the investors come with clean hands.<sup>25</sup>

### (c) Injunctions

While all the aforementioned remedies have an ex.post effect, the use of a prohibitive injunction seeks to prevent the breach of the covenant in the first place.<sup>26</sup>

While the injunction as such is an equitable remedy and thus prima facie subject to the discretion of the courts, the grant of an injunction to restrain a breach of a negative covenant will normally not be subject to much discretion. In the much-cited case of *Doherty v Allman*<sup>27</sup>, it was thus noted by Lord Cairns that:

If parties, for valuable consideration, with their eyes open, contract that a particular thing shall not be done, all that a Court of Equity has to do is to say, by way of injunction, that which the parties have already said by way of covenant that the thing shall not be done ...<sup>28</sup>.

As it can be inferred from the obiter dictum, in circumstances where there is a clear breach of a negative term, the courts will de facto only have to sanction that breach by way of granting an injunction. No proof of damage seems to be required and thus also no proof as to the inadequacy of damages as remedy<sup>29</sup>, thus making the way to the grant of an

---

25. Another more practical problem is how to bring the enforcement actions. Bond investors will normally be dispersed around the world so even the gathering of the bondholders for a bondholder meeting, instructing a potential trustee to take the requisite action, might be a problem.

26. The jurisdiction of the courts to grant injunctions is now to be found in the Supreme Court Act 1981 s.37(1) which also gives the High Court the jurisdiction to appoint receivers. The court can grant an injunction in all cases in which it would be 'just and convenient to do so'. Whether this jurisdiction actually enables the courts to grant injunctions in a wider extent than previous, i.e. pre- Judicature Act 1873, is not fully settled, cf. PH Pettit *Equity and the Law of Trusts* (9<sup>th</sup> edn Butterworths London 2001) p. 541ff. for discussion with reference to case law. It is submitted that this discussion does not have a bearing in the present context since the jurisdiction of the courts to grant injunctions where a legal or equitable right is infringed follows from pre-1873 practice.

27. (1878) 3 App Cas 709 HL.

28. (1878) 3 App Cas 709, 720 HL

29. PH Pettit *Equity and the Law of Trusts* (9<sup>th</sup> edn Butterworths London 2001) p. 589, R Cranston *Principles of Banking Law* (2 edn Oxford University Press 2002) p. 317.

injunction to restrain a breach of a pure negative covenant less onerous than usual.

In the event that a lender *ex.ante* should be aware of the fact that the borrower is furnishing security to a new lender, a prohibitory perpetual injunction should be readily available.<sup>30</sup>

The problem that arises is that the lender might not have the requisite knowledge as to the breach of the clause until it is too late. In fact where a borrower in financial difficulties knowingly breaches the covenant in order to overcome the adverse conditions, he will normally see to it that the original lender is kept in the dark until the transaction is completed and the additional finance is secured, preferably even longer. Since an injunction will not be granted retrospectively, the remedy seems futile in most practical circumstances.

Should the borrower threaten to breach the covenant or undertake some kind of behaviour which clearly shows his intention to breach the covenant in the future, a *quia timet* injunction might be available although no infringement or alleged infringement of the lenders rights has taken place. It is unclear what behaviour absent from a clear statement as to the intention to break the covenant that would be sufficient in order to obtain such an injunction. The taking up of negotiations with credit institutions, which can only provide secured credit<sup>31</sup>, could be one example, but even in this case the claimant must show that breach is an inevitable result, i.e. the breach will occur with great probability.<sup>32</sup>

In the previous paragraph, it was presupposed that the transaction actually amounted to a breach of the covenant, thereby infringing the lenders rights. In some cases, this will, however, not be that apparent. Especially, when it comes to transactions which technically do not constitute security interests, but which might have the effect of being security interests, doubts as to the alleged infringement may arise. Examples

---

30. R Cranston in *Principles of Banking Law* (2 edn Oxford University Press) at p. 317 argues that there may be another problem with the grant of injunctions in this context, namely the notion that there is a clear line between positive and negative stipulations. If this were not so then the lender would have to show that damages would be an inadequate remedy, which could be difficult if the borrower is solvent. While R Cranston is right on this point, it seems unlikely that a strict negative pledge would be drafted in a way which could give rise to speculations as to its negative nature.

31. Examples of such institutions are Danish mortgage credit institutions, which are prohibited from making loans unless these are secured by real estate mortgages.

32. cf. *Pattison v Gilford* (1874) LR 18 Eq 259.

of such transactions are various sale and repurchase transactions. Should the borrower be in financial difficulties, the undertaking of such transactions may be a way of raising additional finance on quasi security terms. In those circumstances, the courts may not grant a perpetual injunction on the grounds that it is unclear whether the transaction would be a violation of the legal rights of the lender.

A trial might thus be necessary in order to establish whether the contemplated transaction infringes the right of the lender. If, however, the borrower is allowed to proceed with the undertaking, the damage to the lender might be irreparable if the borrower is insolvent or near insolvent at the time the lender's potential rights might be established. In situations like this, the application for an interim or interlocutory injunction might be of some help. The interim injunction will thus, if granted, restrain the borrower's contemplated action, until the trial of the action or until further order. In this connection, it should be noted, that the grant of interim injunctions has been made somewhat easier by the HL decision in the *American Cyanamid Co v Ethicon Ltd.*<sup>33</sup>

Contrary to the previous rule where an interim injunction would only be granted given that the claimant could present a prima facie case, Lord Diplock made it clear that this was no longer the rule. The rule laid down in the *American Cyanamid* case is that unless the case is clearly vexatious, it will be allowed as long as there is a 'serious question' to be tried. Whether the injunction as such will be granted will then depend on the balance of convenience test. However, it seems that this only applies in circumstances where the inadequacy of damages to either party is equal. Should one party suffer irreparable damages compared to the other in the intervening period prior to the trial, an injunction would be granted in favour of this party.

In the case of the negative pledge, it is submitted that in general the lender will suffer such irreparable damages, if the borrower is allowed to proceed with the transaction in the interim period. If a court thus later finds in favour of the plaintiff, the asset may well be out of reach for the lender and the claim for damages will often be a pity comfort if the borrower is unable to pay. The borrower will, however, in most cases be adequately protected by the usual undertaking to damages, save the case where the borrower exhausts his liquidity before the case is heard and thus is bound to be wound up in an insolvent liquidation. Although,

---

33. [1975] AC 396.

a claim for damages will be possible, it will be difficult for the estate to estimate the loss suffered.

#### (d) Receivership

Finally, it should be mentioned that the appointment of a receiver might be an additional option in some – although somewhat unusual - circumstances. In a situation where the borrower breaches the negative pledge in a large scale thereby decimating the assets available to the lender, an appointment of a receiver by the court may be available in order to preserve the property.

The jurisdiction for such an in court appointment of a receiver is now found in the Supreme Court Act 1981 s. 37(1) which gives the High Court jurisdiction to appoint a receiver in 'all cases in which it appears to the court to be just and convenient to do so'.

Side-stepping the discussion on the width of this jurisdiction compared with the pre-1873 jurisdiction<sup>34</sup>, it is clear that the jurisdiction to appoint a receiver is quite wide.<sup>35</sup> Since the nature of the receiver, however, is to take possession of property and to collect and receive any rents or profits emanating from this, it is clear that the appointment of receivers in essence is confined to two situations. Firstly, an appointment is made in situations where the claimant seeks to enforce his rights over property, other legal remedies being inadequate. Secondly, an appointment is made in order to preserve property from danger, given that it would be unreasonable for the time being to appoint one party to administer and receive the income from the property.

In relation to the negative pledge lender, the appointment of a receiver might be relevant in situations where the borrower breaches the covenant and thus decimates the assets available to the lender in a foreclosure situation. While it is clear that the clause only gives the lender a contractual right and thus not any legal or equitable rights, the court has the jurisdiction to appoint a receiver to preserve the assets. The question remaining is under which circumstances the court will exercise its jurisdiction to appoint a receiver.

---

34. cf. note 26.

35. For a discussion on the width of the jurisdiction of the Supreme Court Act 1981 s. 37(1) compared to the pre-1873 jurisdiction as to the appointment of receivers, see R Walton and M Hunter *Kerr on the Law and Practice as to Receivers and Administrators* (17<sup>th</sup> edn Sweet and Maxwell 1989) p. 3 ff.

In the case of *Bond Brewing Holdings Ltd v. National Australian Bank Ltd*.<sup>36</sup>, the focal point was whether an unsecured creditor could obtain the appointment of a receiver in a situation where the borrower inter alia had breached a negative pledge provision.<sup>37</sup> In relation to the question of jurisdiction, The Full Court of the Supreme Court of Victoria was of the opinion that the court had jurisdiction to appoint a receiver even in cases where the applicant has no proprietary interest in the property. A negative pledge lender can thus prima facie apply for the appointment of a receiver.

Whether the court will actually exercise this jurisdiction will, of course, depend upon whether a proper case can be made and whether the case justifies the intervention of equity. In the current context, this will require the lender to establish that the legal remedies at hand are inadequate.

It is submitted that this will seldom be the case. If the borrower is solvent, the remedies in form of an action for damages will generally be considered to be adequate.<sup>38</sup> Only where the borrower is insolvent or close to being insolvent will an action for damages be inadequate. In these situations, it is however doubtful whether a receiver will be appointed since – as Mr. Stone points out – different principles, i.e. namely statutory principles regarding insolvency should apply in this situation.<sup>39</sup>

The Full Court of the Supreme Court of Victoria took the same view when it declined to appoint a receiver, stating that a receiver will not be appointed to manage the affairs of a financial embarrassed company, at least not in circumstances where the company opposes this.

Based on the decision of the Full Court, it seems that a negative pledge lender's request for the appointment of a receiver only in rare occasions will be met. While this may be the case in some circumstances and certainly was the case in the *Bond Brewing Holding* case, this is not always evident. First of all, it must be noted that the banks in the particular case in their pleadings before the court to some extent brought

---

36. (1990) 8 ACLC 330.

37. It should be noted that parts of the credit facilities made available to the borrower were secured loans which inter alia contained provisions regarding the out of court appointment of receivers. It was, however, not these provisions which gave rise to the dispute.

38. JB Stone 'Will a Court Appoint a Receiver at the Request of a Negative Pledge Lender' JIBL 1991, 6(10), 405, 408.

39. Ibid.



the rejection upon themselves. By insisting on the appointment of a receiver to ensure the orderly governance of the debtor's business, the attention was shifted from the preservation of asset situation to some kind of quasi liquidation, thereby making an application for an appointment of a receiver somewhat mislead. Had the banks made it clearer that the receiver was needed in order to prevent the decimation of assets, the outcome might have been different.

The argument could have been even more convincing if it - in conjunction with the preservation of asset argument - was pleaded that the very essence of the negative pledge clause is to ensure the availability of the debtor's assets. If the courts are not willing to prevent the erosion of a debtor's asset base, the very foundation of the negative pledge clause vanishes. It is, however, admitted that even in this situation the banks would still have to establish that a claim for injunctive relief would be inadequate, since the courts will not appoint a receiver merely because this remedy might be more convenient than an injunction. Although, the appointment of a receiver might be viable in some circumstances, it is clear from the aforementioned that the remedy only has a limited application in the current context.

As an alternative to the court appointed receiver, the parties can agree upon – as a matter of contract – that the lender is entitled to appoint a receiver out of court, should the borrower breach certain covenants. Although, the original basis for the receivership was the possession of mortgaged lands, there can today be no requirement that the creditor as such must be secured or otherwise have a legal or equitable interest in the property of the debtor, hence a negative pledge lender should be able to appoint a receiver out of court.<sup>40</sup>

A receiver appointed out of court will, however, in some ways differ from a court appointed receiver. Thus a receiver appointed out of court will prima facie be the agent of the creditor who appointed him, in contrast to the receiver appointed by the court, who will be an officer of the court. Liability for the receiver's actions or omissions will thus fall upon the creditor being the principal.<sup>41</sup> Furthermore, since the receiver

---

40. Ibid. p. 405.

41. This is, however, only a theoretical problem since the provisions in e.g. debentures often provide for that the receiver is agent of the company thus relieving the creditor from a potential liability cf. PH Petit *Equity and the Law of Trusts* (9<sup>th</sup> edn Butterworths London 2001) p. 666.

is not an officer of the court, any interference with the property the receiver is to administer is not contempt of court.

In practice, the use of out of court appointed receivers seems to be very limited apart from domestic secured finance. In unsecured finance where the lender is exclusively relying on the negative pledge clause for protection, one only on very rare occasions sees provisions for the appointment of a receiver out of court.<sup>42</sup>

## 2. Enforcement Against a New Lender

It follows from the section above that the remedies against the borrower might not always bring with them the desired result. While most of the remedies are fully adequate against a solvent borrower, they are only of limited use in an insolvency situation. It is this feature which causes the main problem, since the negative pledge clause is probably only breached in such situations.

The lenders have realized this and have therefore sought after additional ways to protect their positions in such situations. The efforts have thus far resulted in two different approaches. The first approach seeks to enhance the strength of the clause itself by adding undertakings as to the provision of equal security or by the inclusion of automatic security clauses, cf. section II subsection 3. In accordance with the introduction, this approach will not be examined further. The other approach focuses on the application of the economic torts.

### (a) Economic Torts

This approach realizes the evident, namely that the borrower cannot by himself breach the negative pledge clause. In each breach of the clause, there will be a counter party, who either demands or at least accepts the contested security over the debtor's assets. This counter party can in principle be any creditor at all, but will often in all cases that matter be

---

42. This observation is based on the examination of a substantial number of bonds/medium term notes and loan agreements. Furthermore, it is noted that the sample loan agreement recommended by the Loan Market Association does not contain such provisions.

either an existing lender seeking to improve his position or a new lender providing funds to the debtor for the first time.<sup>43</sup>

In either case, the original lender might consider whether he can recover any losses suffered by the breach from the third party (i.e. the existing or new lender) who facilitated the breach of the clause.

Such a claim can be based on the economic torts, i.e. actions in tort available to a party whose economic interests have been intentionally violated by a third party – in the present context by another bank. In this connection, it must be noted that the relevant torts are the so-called “general” economic torts,<sup>44</sup> i.e. conspiracy, inducing breach of contract/interference with contractual relations,<sup>45</sup> intimidation and the more general unlawful interference with trade.<sup>46</sup> The economic torts of deceit, passing off and injurious falsehood are thus not included.

A brief examination of the various torts will reveal that in the end only the tort of inducing breach of contract stands any reasonable chance of success in the current context. In accordance with this, section IV will exclusively focus on this tort.

#### IV. TORT OF INTERFERENCE WITH CONTACTUAL RELATIONS

In order for any liability to arise under this tort, the original lender will have to establish the presence of the various elements of the tort. To be more specific, the lender must prove that the new lender knowingly and

---

43. It can be argued that in this case there is no need for the original lender to be concerned, since the loss of an unencumbered asset is off set by the provision of additional funds which *ceteris paribus* improve the debtor’s credit standing. It should however be remembered that the negative pledge clause not only seeks to preserve the debtor’s pool of assets, but also to discourage excessive borrowings by the debtor. Furthermore, the additional funds might be used to pay off other creditors, thus leaving the original creditor worse off.

44. See H Carty ‘Intentional Violation of Economic Interest’ (1988) 104 LQR. 250, 251 n. 5 for this terminology.

45. There seems to be no firm opinion in the literature as to which term is to be preferred, so the two terms are used interchangeably.

46. In *Merkur Island Shipping Corpn. v. Lauhgton* [1983] 2 AC 570, Lord Diplock described this tort as the ‘genus’ of all economic torts. This was the first ‘official’ acknowledgement of the tort, although previous cases had come close by in applying the tort, see namely *Rookes v. Barnard* [1964] AC 1129, which however in the end applied the tort of intimidation instead.

with intention interfered with the contractual relations between the borrower and the lender thereby inducing the borrower to breach the negative pledge clause. This interference must have caused a loss to the original lender and the defendant must have no justification for his interference. The various elements of the interference doctrine will be examined in the following section.

### 1. Type of Interference

The tort of interference encompasses various forms of interference. In order to structure the following analysis, it is useful to set out the various forms of interference.<sup>47</sup>

In situations where an existing or new lender directly approaches the borrower in order to obtain security or accepts security offered by the borrower the interference with the contract is direct and as such the situation can be described as *direct inducement* to breach the contract. In this situation, which is – it is submitted – the relevant one in our context, no unlawful means as such have to be employed in order for the tort to occur. The direct inducement to breach the contract is sufficient.

*Direct intervention* is said to occur in situations where a third party by the use of unlawful means prevents or hinders the performance of the contract, e.g. by breaking the contractor's tools.

Contrary to the previous tort the heart of this tort is not as much the infringement of the plaintiff's contractual rights but more a desire to inflict harm upon him through the use of unlawful means. This form of interference will, it is submitted, not arise in the present context. A lender seeking security will do so in order to protect his credit position towards the borrower and does not per se seek to inflict harm on the other creditors.

Finally, *indirect intervention* will arise in cases where a defendant uses unlawful means to persuade an intermediary to impose pressure on the contract breaker to breach his contract with the plaintiff. This kind of intervention will often arise in case of secondary industrial action.<sup>48</sup> This kind of intervention will not be relevant in the current context.

---

47. The following distinctions between the different kinds of interference were set out by Jenkins LJ in *D.C. Thomson & Co. LD v Deakin and Others* [1952] Ch. 646, 694 ff.

48. See *Middlebrook Mushrooms Ltd. v Transport & General Workers Union* [1993] ICR 612 for an example of indirect intervention.

In accordance with the aforementioned, only the direct inducement situation will be subject to further examination in the following sections.

## 2. Knowledge of the contract and its terms

If the tort of interference is not to hamper the everyday trading activities in a market-based economy, its application must be limited in some ways. The first limitation in this context is the requirement that the third party interfering with the contract must have knowledge of its existence. This requirement is quite straightforward since the very essence of the tort is the intentional violation of the plaintiff's economic interest. One cannot violate interests intentionally if one does not have the required knowledge.

A problem, however, arises as to which state of knowledge is required and to what extent knowledge of the precise terms of the contract is necessary. It is clear that actual knowledge on behalf of the secured lender as to the existence of the original loan agreement and the negative pledge provision herein fulfils the criteria of knowledge.

A bank with such knowledge would thus risk being sued in tort, should it demand or accept security given that the other elements of the tort are established.

A more interesting and relevant question is, however, whether the requirement of knowledge can only be fulfilled if actual knowledge is present or whether constructive knowledge will suffice. This question has been fiercely contested.

Authority for the actual knowledge doctrine is to be found in *Swiss Bank Corporation v Lloyds Bank Ltd. and Others*,<sup>49</sup> where Swiss Bank had furnished funds to the debtor company in order to enable it to buy securities. The loan agreement inter alia contained a negative covenant that these securities and their yield were only to be used to service and repay the loan. It should be noted that this provision was inserted in order to comply with the Bank of England's exchange control requirements and not as such intended to protect the plaintiff's credit. Lloyds Bank subsequently took a charge over the securities without – at that time - having actual knowledge of the restriction and subsequently enforced the charge. In this connection, Swiss Bank sought an injunction restraining Lloyds Bank from applying the proceeds from the sale of the securities, on the grounds that this would be an interference with the

---

49. [1979] Ch. 548.

restriction in the loan agreement. The underlying argument was that Lloyds Bank could not rely on any lawful proprietary interest under the charge, since this charge was created when Lloyds Bank had constructive knowledge of the restriction.

This argument was clearly rejected by Browne-Wilkinson J. stating that in his judgement constructive knowledge was not sufficient since actual knowledge of the contract was a requisite element of the tort.

While the judgement seems very definitive, it should be noted – as pointed out by Mr. McKnight<sup>50</sup> – that the judgement is inconsistent with both the Court of Appeal decision in *Emerald Construction Co. Ltd v. Lowthian*<sup>51</sup> and the decision in *Merkur Island Shipping Corporation v Laughton*.<sup>52</sup>

In the *Emerald* case, Denning M.R. held that actual knowledge of the precise terms of the contract was not necessary in order to establish the tort, if only the party inducing the breach of contract had the means of knowledge.<sup>53</sup> Similar in the *Merkur* case, Donaldson M.R. stated the following:

Whatever the precise degree of knowledge of the defendants at any particular time, faced with a laden ship which, as they well knew, was about to leave port, the defendants must in my judgement be deemed to have known of the almost certain existence of contracts of carriage to which the shipowners were parties.<sup>54</sup>

On appeal to HL, Lord Diplock agreed with the statement and further further noted more generally as to whether the defendants I.F.T. (a trade union) could be deemed to have knowledge:

Quite apart from this, however, there can hardly be anyone better informed than I.F.T. as to the terms of the sort of contracts under which ships are employed, particularly those flying flags of convenience.<sup>55</sup>

---

50. A McKnight 'Restrictions on Dealing with Assets in Financing Documents: Their Role, Meaning and Effect' *JIBL* 2002, 17(7) 193, 200.

51. [1966] 1 WLR 691.

52. [1983] 2 AC 570.

53. [1966] 1 WLR 691, 700.

54. [1983] 2 AC 570, 591.

55. *Ibid.* p. 608.

Further support although a bit vague can be found in *D.C. Thomson & Co. Ltd v Deakin*<sup>56</sup> where Eversheds M.R. indicates that common knowledge as to the way business is conducted might be sufficient to fulfil the knowledge criteria.<sup>57</sup>

Since it can be inferred from the aforementioned cases that less than actual knowledge may be sufficient, the question remains how the inconsistency with the Swiss Bank case is to be solved. It is submitted that the approaches taken in the *Emerald* and the *Merkur* cases should prevail. Several arguments can be presented in favour of this proposition.

Firstly, it is important to realise that if one insists on the application of a strict knowledge criteria, the tort would in most circumstances and certainly in relation to negative pledges be useless. Only on very rare occasions would a plaintiff be able to prove that not only did the tortfeasor have actual knowledge of the existence of the contract as such but also specific knowledge of the provisions causing the interference. It is evident that this will rarely be the case not least because banks seldom publish or otherwise make their financing documents available to a greater audience. A strict knowledge doctrine would thus leave the original lender without any efficient remedies against interfering third parties.

Secondly, it is submitted that the application of a strict knowledge requirement could lead to absurd results. One could think of a situation where a new lender wishes to forward funds to the debtor on secured terms only. Being a diligent lender, the secured lender would examine the financial situation of the debtor and inter alia the debtors other financing documents. This lender would on the discovery of negative pledge provisions either be forced to abstain from lending at all or on secured terms, or run the risk of being sued in tort.

An existing lender with a large unsecured credit at stake could on the other hand, by recklessly shutting his eyes to the obvious, demand security as a prerequisite for not accelerating the loan should the borrower experience financial difficulties<sup>58</sup> and not be liable in tort.

Even if this lender had actual knowledge of other loan agreements, he

---

56. [1952] Ch. 646.

57. *Ibid.* p. 687.

58. The basis for such an acceleration could either be an outright breach of the covenants due to the financial difficulties or even without an actual breach it could – in principle – be based on the Material Adverse Change clause.

would still escape liability if he did not have actual knowledge of the negative pledge provisions as such. This can hardly be a desirable result.

Counter arguments in favour of a strict knowledge requirement are, however, also at hand. The most powerful argument is, of course, the floodgate argument. By applying a more relaxed knowledge regime, the amount of litigation could potentially surge, as the risk of interfering with other parties' contractual relations would rise. This could in the end lead to a hampering of normal business activities and make the entering into contracts far more onerous due to an extended regime of inquiry. It is thus evident that the constructive knowledge doctrine has to be kept within certain very strict limits.

It is, however, submitted that based on the aforementioned case law, the courts have diligently struck the right balance between providing remedies for the injured party while at the same time ensuring that normal business activity is not hampered. It is thus to be noticed that knowledge has only been imputed on the defendant in circumstances where the existence of other contracts was almost certain or when the specific provisions breached were so common that every reasonable business man would expect them to be present in any contract.

Before addressing which implications this doctrine is considered to have in relation to negative pledges, it is useful briefly to go through one further objection against the constructive knowledge doctrine. The objection is based on the incorporation of the equitable notion of constructive knowledge into the common law.<sup>59</sup> The argument is undoubtedly implicit based on the notion that law and equity are 'two streams of jurisdiction, though they run in the same channel, run side by side and do not mingle their waters'.<sup>60</sup>

This notion has, however, recently been questioned not least by Lord Diplock in *United Scientific Holdings Ltd. v Burnley Borough Council*<sup>61</sup> where the following was stated:

[T]o perpetuate a dichotomy between rules of equity and rules of common law which it was a major purpose of the Supreme Court of Judicature Act 1873 to do away with, is, in my view, conducive to erroneous

---

59. JB Stone 'Negative Pledges and the Tort of Interference with Contractual Relations' JIBL 1991, 6(8) 310, 314.

60. Ashburner's *Principles of Equity* (2<sup>nd</sup> edn) p. 18.

61. [1997] 2 All ER 62.



conclusions as to the ways in which the law of England has developed in the last 100 years.<sup>62</sup>

If this view is accepted as being correct, any objections against the incorporation of constructive knowledge into common law should vanish.<sup>63</sup> On a more practical level, it should be noticed – as pointed out by Mr. Stone – that the doctrine of constructive notice has already to some extent been incorporated in common law, e.g. in agency law.<sup>64</sup>

Based on the aforementioned considerations, it is suggested that in relation to the negative pledge situation the following should apply:

Any lender contemplating to lend substantial funds to any large corporate entity should be deemed to have knowledge of any negative pledge provisions in the borrower's other finance agreements as to their basic content, i.e. the prohibition against the granting of security interests in favour of third parties.

It is submitted that authority for this proposition is to be found in the aforementioned case law. In all cases the courts have thus either applied or considered to apply a principle where knowledge is imputed on defendants in circumstances where the provisions interfered with were either common in the conduct of business or where the provisions would almost certainly have been applied in the relevant context.

In relation to debt finance of large corporate entities, it is submitted that the vast majority of all lending takes place as unsecured lending, not least in the international context. By the same token it is submitted that unsecured loan agreements will invariably contain negative pledges, since it is a fundamental covenant in any loan agreement. The negative pledge provisions are thus common in the lending business and any lender, or at least any professional lender, should be deemed to have knowledge of those.<sup>65</sup>

Since the negative pledge provisions are however subject to extensive negotiations and since not all negative pledges have the same exclusions,

---

62. *Ibid.* p. 68.

63. For the sake of completeness, it should be mentioned that the view taken by Lord Diplock is being contested. For a discussion see PH Pettit *Equity and the Law of Trusts* (9<sup>th</sup> edn Butterworths London) p. 10 ff. with reference to additional case law.

64. JB Stone 'Negative Pledges and the Tort of Interference with Contractual Relations' *JIBL* 1991, 6(8) 310, 314.

65. Some small creditors, e.g. trade creditors should thus not be deemed to have knowledge of such provisions.

only the very core provision of the clause should be included in the doctrine of constructive knowledge.

### 3. Intention

Knowledge of the contract interfered with is not sufficient in order to establish the tort. It must also be established that the defendant actually intended the breach of the contract and that the breach as such was not merely caused by negligence.

The requirement of intention will certainly be fulfilled in circumstances where the new lender actively seeks to procure a breach of the negative pledge clauses in the borrower's other finance documents in order to injure one or more specific banks. This situation would, however, be highly unusual for which reason it seems more expedient to consider the boundaries of the intention requirement. Two questions must be considered; firstly whether it has to be shown that the defendant intended to interfere with a particular lender's contract in order to establish intention and secondly if intention to breach a contract can be established in cases where the contract can be terminated lawfully.

In the current context, it is quite clear that any lender seeking security in order to protect his credit against the insolvency of the borrower, will embark on this course for his own purposes and not for the purpose of harassing the other lenders. The interfering lender will thus not have any particular lender in mind when he takes the security and thereby interferes with the contractual relations of the other lenders. In fact, he may not even know the identity of the other lenders cf. the aforementioned in relation to the constructive knowledge doctrine. The question therefore arises whether such interference, which is not aimed at any particular contract party, can be caused intentionally.

This question was touched upon in *Lonhro plc v Fayed and Others*.<sup>66</sup> Woolf LJ in giving his judgement first of all emphasized that unlike the tort of conspiracy, the tort of interference did not require a predominant intention to injure. More generally on the requirement of intention he stated the following:

This tort is not based upon any agreement, but interference, and frequently it will be fully appreciated by a defendant that a course of conduct he is embarking upon will have a particular consequence to a

---

66. [1990] 2 QB 479.

plaintiff, and the defendant will have decided to pursue that course of conduct knowing what the consequence will be. Albeit that he may have no desire to bring about that consequence in order to achieve what he regards as his ultimate ends, from the point of view of the plaintiff, whatever the motive of the defendant, the damage which he suffers will be the same. If a defendant has deliberately embarked upon a course of conduct, the probable consequences of which to the plaintiff he appreciated, I do not see why the plaintiff should not be compensated.<sup>67</sup>

Even though, the case in question concerned a particular plaintiff, it is indicated by the statement of Woolf LJ that the defendant's actions does not necessarily have to be aimed at a particular plaintiff in order to fulfil the requirement of intention. It suffices that the defendant knew that probable consequences of his action could be an interference with any plaintiffs' rights.

An even clearer case is however to be found in *Falconer v ASLEF and NUR*.<sup>68</sup> The case concerned industrial actions taken by a trade union against British Rail. As a consequence of a strike by the trade unions members British Rail was unable to perform their contracts for transportation of people. A businessman who as a result of the strike was unable to travel on the requested date incurred additional travel expenses and subsequently sued the trade union for unlawful interference. The question of intention was central to the judgement as the defendants argued that in order for the tort to succeed there had to be an identifiable plaintiff at the time of the tort and the plaintiff had to be the object of the defendant's actions. In giving his judgement, Henham J stated the following:

In my view the plaintiff was one of a definite and identifiable group of people in contractual relations with the BR Board. The fact that his actual name and description was unknown to the defendants at the time does not preclude him from beginning the action and succeeding in his claim provided he satisfies the Court in regard to other matters which must be proved.<sup>69</sup>

---

67. Ibid. p. 494.

68. [1986] IRLR 331

69. Ibid. p. 333.

While it is admitted that the judgement being a County Court decision does not provide the strongest authority, it does favour a position towards a relaxed intention criteria.

If these criteria are applied to the previously described situation then a lender taking security in breach of negative pledge provisions would be deemed to have acted intentionally, even though he did not aim his actions at any particular lender and even if he had no knowledge of their identity. It is thus suggested that this situation is quite similar to the situation in the *Falconer* case. A debtor's other lenders are in fact a definite and identifiable group of persons, as stated in the *Falconer case*.

The second question in relation to intention is whether it has to be established that the third party actually intended a breach of the contract. The question arises in situations where the contract breaker has the additional option of terminating the contract lawfully before entering into the new contract with the inducing party. A possible defence for the inducing party could thus be that although he exerted pressure to end the contract his intention was not that the contract should be ended by a breach but instead through lawful termination.

Whether this defence will be successful or not will depend upon the exact content of the inducement. In the *Emerald* case, Lord Diplock stated the following as to the requirement of intention:

The element of intent needed to constitute the tort of unlawful procurement of a breach of contract is, in my view, sufficiently established if it be proved that the defendants intended the party procured to bring the contract to an end by breach of it if there were no way of bringing it to an end lawfully. A defendant who acts with such intent runs the risk that if the contract is broken as a result of the party acting in the manner in which he is procured to act by the defendant, the defendant will be liable in damages to the other party to the contract.<sup>70</sup>

It can be inferred from this statement that in cases where the defendant insists on the termination of the contract he will be liable in the event of a breach even if it could have been terminated lawfully.

Thus in situations where the defendant must realize that it is most likely that the induced party will respond to the inducement by breaching the contract, the defendant will be liable if that breach actually occurs. On the other side, the defendant cannot be said to have intended

---

70. [1966] 1 WLR 691, 704.

the breach in situations where the outcome might as well have been a lawful termination of the contract.

In relation to the negative pledge situation, it is submitted that an existing lender who insists on the furnishing of security to secure an *existing* loan will have intended a breach of the borrower's negative pledge provisions. It should namely be noted that it is highly unlikely that a borrower can furnish security for existing loans without breaching any negative pledge clauses. This would *viz* mean that the borrower had obtained waivers from the other lenders – a highly unlikely event in such a situation.

The situation may be slightly different in relation to a new lender who seeks security as a condition for the furnishing of any funds. As previously noted, the assets of the borrower are not *per se* diluted by such a transaction since one asset is exchanged for another. Even if most negative pledge clauses also tend to prevent such transactions – in order to prevent excessive borrowing – there may be exclusions available and waivers will more easily be given. Thus the consequences of such a request is not necessarily a breach of the negative pledge clause. The borrower might e.g. use the funds obtained to discharge other debts and thus discharge the appurtenant negative pledge clause. In such a situation, an intention to breach the clause cannot *per se* be inferred.

#### 4. Causation

It is a requirement of every tort that in order for liability to arise there must be causation between the tortious act and the damages caused. This requirement will normally not give rise to any specific problems – often the problem arises in relation to the proximity of the losses caused.

The tort of interference is, however, somewhat special, since the damages to the plaintiff are not solely due to the tortfeasor's acts but also to a certain degree attributable to the contract breaker's willingness to breach his contract with the plaintiff. Thus a problem of causation arises as to whether the damage to the plaintiff was caused by the defendant's interference with the contract or by the contract breaker's willingness to give in to this inducement. In the negative pledge situation, it can thus be argued that the damages to the original lender were not caused by the other lender's taking of security, but by the borrower's willingness to grant security in order to secure new funds or prevent the acceleration of a loan in default.

In deciding upon this issue of causation, it is clear that the interesting

point for further examination is to decide the lower threshold for facilitation by the defendant in order to establish causation, since the contract breaker will already be liable due to the breach of contract.

In the case of *Batts Combe Quarry Limited v Ford and Others*<sup>71</sup>, the lower limits of the causation requirement were tried. In the case, three defendants accepted their father's provision of capital and advice in relation to the set up of a quarry business. This assistance was provided by their father in contravention of a negative covenant on his behalf, owed to the purchasers of his former business not to assist in the set up of any other quarry businesses.

The Court of Appeal held that this mere acceptance of a bounty did not amount to a procurement of breach of their father's covenant.<sup>72</sup>

In the case of *British Motor Trade Association v Salvadori*<sup>73</sup>, causation was again an issue. In the case, a trade association of British car manufacturers and their authorised dealers operated a so-called covenant system, where each purchaser of a car had to undertake a covenant not to resell the car within twelve months unless permitted so by the association. The system was set in place inter alia to avoid inflation of car prices due to a shortage of cars in the aftermath of the Second World War.

The defendants undermined the system by inducing persons acquiring a car to breach their covenant to the defendants who then on sold it to other purchasers at considerable higher prices.

The plaintiff inter alia claimed that the defendants thereby interfered with the contracts between the authorised dealers and the purchasers of the cars. On behalf of the defendants, it was pleaded that the plaintiff had not established that any persuasion was 'exerted to break the covenant'<sup>74</sup> in essence pleading a lack of causation between the contact of the parties and the breach of the covenant. In giving his judgement, Roxburgh J considered what kind of interference was necessary for the tort to succeed. The following was stated:

But, in my judgement, any active step taken by a defendant having knowledge of the covenant by which he facilitates a breach of the co-

---

71. [1943] Ch. 51.

72. Ibid. p.51. The gist of the case was hereafter whether the father himself by providing this assistance was in breach of the covenant.

73. [1949] Ch.556.

74. Ibid. p. 560.

venant is enough. If this be so, a defendant by agreeing to buy, paying for and taking delivery of a motor-car known by him to be on offer in breach of covenant, takes active steps by which he facilitates a breach of covenant ...<sup>75</sup>.

In relation to the willingness of the purchaser to breach the covenant and its implications for the acts undertaken by the defendants Roxburgh J stated:

The covenantor who offers a car for sale is not unconditionally ready to break his covenant but only if the price offered is high enough and, accordingly, a defendant who offers such a price induces the seller to take the final step towards breaking his covenant by making his willingness to sell unconditional.<sup>76</sup>

Based on this case law, it seems like the threshold for establishing causation is very low. Even the slightest form of participation by the third party – like stating a price - leading to breach of the contract will be sufficient.

Only in circumstances where the action taken by the third party is limited to mere acceptance of an offer will causation not be established. Even in this situation, caution is however called for. It should thus be noticed that the *Batts Combe Quarry* case concerned the making of a gift and the provision of some advice. Had the situation been that of the sons asking or somehow indicating a desire for advice and finance, the decision might easily have been the opposite<sup>77</sup>.

Transferring this approach to the negative pledge situation, one would find that under practically all circumstances causation would be established where an lender accepts security in knowingly breach of the provision. A lender who contemplates to accelerate a loan in default

---

75. Ibid. p. 565.

76. Ibid. p. 566.

77. The finding of causation or lack of causation does thus not only depend upon the degree of involvement by the third party but also on who initiated the original contact. If the contract breaker initiated the contact and the third party was only the "tool" of the contract breaker, causation might not be established. This view can, however, not be taken too far since first of all it might be difficult to establish who took the initiative and secondly because the parties themselves might have an interest in displaying the situation as one where the contract breaker took the initiative. Finally, it should be noted that the decision has been criticised cf. JB Stone 'Negative Pledges and the Tort of Interference with Contractual Relations' *JIBL* 1991, 6(8) 310, 317.

would thus be facilitating a breach of contract if he were to accept any security offered by the borrower in consideration for not accelerating the loan. This would be true even in situations where the borrower subsequently would offer security to another lender on the refusal of the first to accept the offer.

Only in situations where the borrower unilaterally without any prior contact or negotiations offers security could one conceive a lack of causation. This situation can, however, only be of academic interest since it does not correspond with the commercial realities.

## 5. Damages

In order to have a claim against the defendant, the plaintiff must have suffered a loss due to the interference with the negative pledge. In cases where the borrower does not immediately afterwards go into corporate insolvency, this loss could be difficult to estimate and subsequently prove.

As it has been seen from the previous sections, an action for the tort of interference will often only be commenced in situations where the borrower is insolvent or near insolvent. Under these circumstances, the loss suffered will be the value of the asset which is no longer available to the unsecured creditors. In cases where the original lender is only one among a number of unsecured creditors, the loss to him will only be a fraction of the total value of the asset.

## 6. Defences

Even in situations where all the previous conditions are fulfilled and the defendant prima facie will be liable, he will still be able to invoke the defence of justification and thus – if successful - escape liability. While the existence of the defence of justification has been confirmed a number of times<sup>78</sup>, it is still unsettled what constitutes sufficient justification and in which circumstances the defence can be applied.

Whether an action is justified will depend on the particular circumstances in each case. In *Glamorgan Coal Co. Ltd v South Wales*

---

78. *Glamorgan Coal Co. Ltd v South Wales Miners' Federation* [1903] 2 KB 545; *Quinn v Leatham* [1901] AC 495 ; *Mogul Steamship Co v McGregor, Gow & Co.* 23 QBD 598.



*Miners' Federation*<sup>79</sup>, Romer LJ considered which circumstances it might be relevant to consider:

I think that regard might be had to the nature of the contract broken; the position of the parties to the contract; the grounds for the breach; the means employed to procure the breach; the relation of the person procuring the breach to the person who breaks the contract; and I think also to the object of the person in procuring the breach.<sup>80</sup>

Although the above statement seems to indicate that justification can be available in a number of situations and the defence of justification is correspondingly broad, this is not the case. On the contrary, the defence is quite narrow in the present context of inducing breach of contract compared e.g. with the one available in the tort of conspiracy.

Correspondingly the case law on justification is rather thin and thus does not give much guidance. It is however clear that furtherance of ones own interest or those of third parties will generally not provide justification, even if conducted without any malice.<sup>81</sup> A slight modification of this principle is however found in *Brimelow v Casson*<sup>82</sup> where interference can be justified on grounds of a moral duty to intervene.<sup>83</sup>

On the other hand, however, interference can be justified if the contract interfered with is in itself inconsistent with the inducing party's contract given that this contract has been entered into before the inconsistent contract.<sup>84</sup> Furthermore, interference can be justified if the defendant has equal or superior rights in comparison with the plaintiff's rights<sup>85</sup>, as applied in the case of *Edwin Hill and Partners v First National Finance Corporation Plc.*<sup>86</sup>

---

79. [1903] 2 KB 545.

80. Ibid. p. 574.

81. In the Glamorgan Coal case the defendants inter alia pleaded that the actions taken were in the interest of the miners and thus taken in order to further their interest. This argument was however dismissed. See also *Read v Friendly Society of Operative Stonemasons of England, Ireland and Wales* [1902] 2 KB 88.

82. [1924] 1 Ch 302.

83. A committee of trade unions induced theatre proprietors to deny the plaintiff access to their theatres in order to persuade the plaintiff – a theatrical manager – to pay his chorus girls the minimum wage so that they were not forced into prostitution. The court held that this interference was justified.

84. cf. *Smithies v National Association of Operative Plasterers* [1909] 1 KB 310, 337.

85. cf. *Read v Friendly Society of Operative Stonemasons of England, Ireland and Wales* [1902] 2 KB 88, 96.

86. [1989] 1 WLR 225.

In this connection, it should be mentioned that although the *Hill and Partners* case concerned a legal right in form of a legal charge a pure contractual right will suffice.<sup>87</sup>

In relation to the negative pledge situation, the defence of justification will have the following consequences.

A lender demanding security as consideration for not accelerating an otherwise unsecured loan in default, would in general not be justified in his action, even if he acted without malice or only with the aim of furthering his own interests, which he undoubtedly will do.

An exception applies in cases where the lender has lent funds to the borrower on the basis of an equal security clause. In such cases, the lender would be entitled to demand security upon breach of the clause. It should thus be noticed that in this situation the lender only insists upon that the borrower fulfils his contractual obligation. In this situation, the lender is thus relying on the justification based on an equal or superior right vis-à-vis the rights of the plaintiff.<sup>88</sup>

This position must however be qualified in situations where the lender from the outset knows that such a provision would by itself be inconsistent with a previous loan agreement entered into by the borrower. A lender who thus includes a equal security clause in his loan agreement with the borrower even though he has knowledge of the negative pledge provisions in other loan agreements would arguably not be able to invoke the defence of justification when he later on insists on the furnishing of security.

## V. CONCLUSION

As a purely contractual provision, the negative pledge clause has its advantages and drawbacks. The advantages are its flexibility and the ease with which it can be incorporated into any finance agreement.

Unlike a security interest, there is no need to comply with local laws as to form, content or registration which is a particular attractive feature in international and hence multi-jurisdiction finance. The drawbacks of the clause flow from the fact that it is not a security. If the clause is not

---

87. *Ibid.* p. 233.

88. If the loan is made on the basis on an automatic security clause the lender will correspondingly be justified in any interference caused by accepting the security that is intended to arise automatically upon breach of the clause.

honoured, the lender has no proprietary claim against the assets of the borrower, but must rely on various remedies against the borrower. Those remedies, which consist of an acceleration of the loan, a claim for damages and sometimes specific performance or the use of injunctions and receivership, are however in general only viable against a borrower in a sound financial state. In situations where the negative pledge clause is breached due to severe financial difficulties, only the use of injunctions or receivership will be useful. The application of these remedies is, however, restrained by the fact that they either require knowledge of the prohibited transaction before it takes effect or by the willingness of the court to appoint receivers. In essence, the inadequacy of the negative pledge clause and the associated remedies will be most pronounced in circumstances where a security interest would be more appropriate, namely in a situation of insolvency or near insolvency.

The tort of interference does not as such rectify the flaws of the negative pledge clause. It will not provide the lender with a proprietary claim on the borrower's insolvency. It does however act as a deterrent to a breach of the negative pledge clause in the first place, by imposing a potential liability on any interfering lender. This is a particular important feature, because one cannot expect the borrower to be deterred from breaching the clause in a difficult financial situation where the stakes are sufficiently high.

It is submitted that although the tort of interference mainly has found applications in other areas of the law, it has a role to play in the current context. Although the various elements of the tort makes a claim of interference quite onerous, it should in general succeed at least against existing lenders who seek to enhance their position vis-à-vis other creditors prior to a financial break down.

# BIBLIOGRAPHY

## PRIMARY SOURCES

### Table of Statutes

*The Companies Act 1985*

*The Supreme Court Act 1981*

### Table of Cases

*American Cyanamid Co v Ethicon Ltd.* [1975] AC 396.

*Batts Combe Quarry Limited v Ford and Others* [1943] Ch. 51.

*Bond Brewing Holdings Ltd. v National Australian Bank Ltd.* (1990) 8 ACLC 330.

*Brimelow v Casson* [1924] 1 Ch. 302.

*British Motor Trade Association v Salvadori* [1949] Ch. 556.

*D.C.Thomson & Co. Ltd. v Deakin and Others* [1952] Ch. 646.

*Doherty v Allman* (1878) 3 App Cas 709 HL.

*Edwin Hill and Partners v First National Finance Corporation Plc.* [1989] 1 WLR 225.

*Emerald Construction Co. Ltd. v Lowthian* [1966] 1 WLR 691.

*Falconer v ASLEF and NUR* [1986] IRLR 331.

*Glamorgan Coal Co. Ltd. v South Wales Miners' Federation* [1903] 2 KB 545.

*Hong Kong Fir Shipping Co. Ltd. v Kawasaki Kisen Kaisha Ltd.* [1962] 2 QB 26.

*Lonhro plc. v Fayed and Others* [1990] 2 QB 479.

*Merkur Island Shipping Corpn. v Laughton* [1983] 2 AC 570.

*Middlebrook Mushrooms Ltd. v Transport and General Workers Union* [1993] ICR 612.

*Mogul Steamship Co. v McGregor, Gow & Co.* 23 QBD 598.

*Pattison v Gilford* (1874) LR 18 Eq 259.

*Quinn v Leathem* [1901] AC 495.

*Read v Friendly Society of Operative Stonemasons of England, Ireland and Wales* [1902] 2 KB 88.

*Rookes v Barnard* [1964] AC 1129.

*Smithies v National Association of Operative Plasterers* [1909] 1 KB 310.

*State Trading Cpn. of India Ltd. v M. Golodetz Ltd.* [1989] 2 Lloyd's Rep. 277.

*Swiss Bank v Lloyd's Bank Ltd. and Others* [1979] Ch. 548.

*Tito v Waddell (No.2)* [1977] Ch. 106.

*United Scientific Holdings Ltd. v Burnley Borough Council* [1997] 2 All ER 62.

*Wilson v Northhampton and Banbury Junction Rly Co.* (1974) 9 Ch. App. 279.

## **BOOKS**

J Beatson *Anson's Law of Contract* (28<sup>th</sup> edn Oxford University Press 2002)

LC Buchheit *How to Negotiate Eurocurrency Loan Agreements* (2<sup>nd</sup> edn Euromoney Publication PLC 2000)

R Cranston *Principles of Banking Law* (2<sup>nd</sup> edn Oxford University Press 2002)

P Cresswell and others *Encyclopaedia of Banking Law* (Butterworths London 1995)

EP Ellinger E Lomnicka and RJA Hooley *Modern Banking Law* (3<sup>rd</sup> edn Oxford University Press 2002)

P Gabriel *Legal Aspects of Syndicated Loans* (Butterworths London 1986)

RM Goode *Commercial Law* (2<sup>nd</sup> edn Penguin Books 1995)

RM Goode *Legal Problems of Credit and Security* (Sweet and Maxwell 1988)

WJ Gough *Company Charges* (2<sup>nd</sup> edn Butterworths London 1996)

F Graaf *Euromarket Finance: Issues of Euromarket Securities and Syndicated Eurocurrency Loans* (Kluwer Law and Taxation Publishers 1991)

RFV Heuston and RA Buckley Salmond and Heuston *on The Law of Tort* (21<sup>st</sup> edn Sweet and Maxwell 1996)

DR Howarth and JA O'Sullivan Hepple, Howarth and Matthews' *Torts: Cases and Materials* (5 edn Butterworths London 2000)

P Pettit *Equity and the Law of Trusts* (9<sup>th</sup> edn Butterworths London 2001)

- T RRhodes (ed) *Syndicated Lending - Practice and Documentation* (3<sup>rd</sup> edn Euromoney Books 2000)
- KM Stanton *The Modern Law of Tort* (Sweet and Maxwell London 1994)
- RC Tennekoon *The Law & Regulation of International Finance* (Butterworths London 1991)
- R Walton and M Hunter Kerr *on the Law and Practice as to Receivers and Administrators* (17<sup>th</sup> edn Sweet and Maxwell 1989)
- T Weir *Economic Torts* (Clarendon Press Oxford 1997)
- PR Wood *International Loans, Bonds and Securities Regulation* (Sweet and Maxwell 1995)

### ARTICLES

- Allen & Overy *Legal Aspects of Eurobond Issues – Investment Risk* (London 2002)
- DE Allan 'Negative Pledge Lending – Dead or Alive? How to Reinvent the Mortgage' (1990) 5(8) *Journal of International Banking Law* 330, 339.
- JRC Arkins "'Ok – So You've Promised Right?" The Negative Pledge Clause and the "Security" It Provides' (2000) 15(8) *Journal of International Banking Law* 198, 204.
- D Asiedu-Akrofi 'Negative Pledge Clauses in International Loan Agreements' (1995) 26 *Law and Policy in International Business* 407, 458.
- N Boardman and J Crosthwait 'Wither the Negative Pledge' (1986) 1(3) *Journal of International Banking Law* 162, 164.
- L Gorton 'Negativa Förpliktelser i Finansiella Avtal' in LL Andersen and others *Festskrift til Bernhard Gomard* (Thomson København 2001)
- T Hobbs 'The Negative Pledge: A Brief Guide' (1993) 8(7) *Journal of International Banking Law* 269, 274.
- MH Hurlock 'New Approaches to Economic Development: The World Bank, the EBRD and the Negative Pledge Clause' (1994) 35 *Harvard International Law Journal* 345, 386.
- JK Maxton 'Negative Pledges and Equitable Principles' (1993) *Journal of Business Law* 458, 472.
- A McKnight 'Restrictions on Dealing with Assets in Financing Documents: Their Role, Meaning and Effect' (2002) 17(7) *Journal of International Banking Law* 193, 204.
- M Russell 'Impact of Recent Corporate Collapses on Negotiating and Drafting Syndicated Loans' (1993) 27 *International Lawyer* 397, 427.

- JB Stone '*Negative Pledges and the Tort of Interference with Contractual Relations*' (1991) 6(8) *Journal of International Banking Law* 310, 319.
- A Tamasauskas '*Internationale Kreditaftaler*' in R Nielsen (ed) *Juridisk Instituts Julebog 2001* (Jurist- og Økonomforbundets forlag 2001)
- LW Wo '*Negative Pledges and Their Effect on a Third Party*' (1999) 14(11) *Journal of International Banking Law* 360, 363.

# Stikordsregister

- American Cyanamid Co v Ethicon Ltd. 165
- Batts Combe Quarry Limited v Ford and Others 181
- Bond Brewing Holdings Ltd v. National Australian Bank Ltd 167
- Brimelow v Casson 184
- British Motor Trade Association v Salvadori 181
- D.C.Thomson & Co. LD v Deakin and Others [1952] Ch. 646, 694 171
- Doherty v Allman 163
- Edwin Hill and Partners v First National Finance Corporation Plc. 184
- Emerald Construction Co. Ltd v. Lowthian 173
- Falconer v ASLEF and NUR 178
- Glamorgan Coal Co. Ltd v South Wales Miners' Federation 184
- Hong Kong Fir Shipping Co. Ltd. v Kawasaki Kisen Kaisha Ltd. [1962] 2 QB 26, 66. 160
- Lonhro plc v Fayed and Others. 177
- Merkur Island Shipping Corpn. v. Laughton [1983] 2 AC 570 170
- Merkur Island Shipping Corporation v Laughton 173
- Middlebrook Mushrooms Ltd. v Transport & General Workers Union [1993] ICR 612 171
- Mogul Steamship Co v McGregor, Gow & Co. 23 QBD 598 183
- Pattison v Gilford (1874) LR 18 Eq 259. 164
- Quinn v Leathem [1901] AC 495 183
- Rookes v. Barnard [1964] AC 1129 170
- State Trading Cpn. Of India Ltd. v M. Golodetz Ltd [1989] 2 Lloyd's Rep. 277, 283. 160
- Swiss Bank Corporation v Lloyds Bank Ltd. and Others 172
- Tito v Waddell (No. 2) [1977] Ch. 106, 322 161
- United Scientific Holdings Ltd. v Burnley Borough Council 175
- v Northhampton and Banbury Junction Rly Co. (1974) 9 Ch. App. 279, 284. 161